



UNIVERSIDAD NACIONAL
MAR DEL PLATA



FACULTAD DE CIENCIAS
ECONOMICAS Y SOCIALES

Universidad Nacional de Mar del Plata
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

TESIS DE GRADO
Lic. en Economía

**“FIDEICOMISO FINANCIERO:
UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO
NO TRADICIONAL,
ARGENTINA 2001- 2008”**

Autor: Mosqueira Miguel Ángel

Mar del Plata 2009

Universidad Nacional de Mar del Plata
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

TESIS DE GRADO
Lic. en Economía

**“FIDEICOMISO FINANCIERO:
UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO
NO TRADICIONAL,
ARGENTINA 2001- 2008”**

Autor: Mosqueira Miguel Ángel

Director de Tesis: Rayó Antonio

Integrantes del Comité Evaluador: Lic. Rayó, Antonio
Lic. Garrote López, Marcelo
Lic. Pagani, Andrea

Mar del Plata 2009

**“FIDEICOMISO FINANCIERO:
UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO
NO TRADICIONAL,
ARGENTINA 2001- 2008”**

Autor: Mosqueira Miguel Ángel

**A mi mujer Laura especialmente,
a mis hijos Felipe y Catalina,
a mi familia,
a mi amigo y compañero Marcelo Sosa,
a mis profesores,
a Marta Isabel...**

Gracias...

RESUMEN

El objetivo de la tesis es analizar los fundamentos que presentan al Fideicomiso Financiero como una alternativa de financiamiento no tradicional para la asistencia crediticia productiva a través de su evolución, desde sus orígenes (Ley 24.441) hasta su actualidad y confirmar que es un importante atractivo para la inversión por su alto nivel de confiabilidad.

Luego de la crisis del 2001, los Fideicomisos Financieros se consolidaron como una alternativa de financiación no tradicional para las empresas, ante la escasez de créditos y las altas tasas de interés. El objetivo de los Fideicomisos es la securitización o titulización de activos; y así mismo surgió como una opción atractiva para los inversores institucionales que buscaban mejores tasas de rendimiento acotando o limitando el riesgo.

El trabajo pretende vislumbrar el futuro de los Fideicomisos Financieros en la Argentina a corto y mediano plazo, como una herramienta ventajosa tanto para quien desea tomar crédito para financiar proyectos como por inversores en busca de una óptima relación entre rendimiento y riesgo.

Este instrumento financiero ha crecido y crece de manera sostenida en los últimos años, y se expande su utilización en distintos sectores de la economía argentina, como financiamiento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs), lo que permite mayor variedad de opciones a la hora de invertir en ellos, y nuevas formas de utilizarlo a favor del desarrollo productivo del país.

Para la realización de este trabajo se ha integrado la información obtenida de la bibliografía especializada del tema y de las estadísticas de los últimos años que brindan los organismos oficiales y privados, que permiten desarrollar el tema y presentar las conclusiones correspondientes.

PALABRAS CLAVE: Ley 24.441, Fideicomiso Financiero, Titulización, PyMEs

ABSTRAC

The aim of the thesis is to analyze the rationale presented to the Financial Trust as an alternative non-traditional financing for productive credit assistance through its evolution from its origins (Law 24,441) to its present and to confirm that it is a major attraction for investment for its high level of reliability.

After the 2001 crisis, the Financial Trusts were consolidated as an alternative non-traditional financing for companies, given the scarcity of credit and high interest rates. The objective of the Financial Trust is the securitization of assets. He also emerged as an attractive option for investors who were looking for better rates of return limiting or minimizing the risk.

The work aims to envision the future of the Financial Trusts in Argentina in the short to medium term, as a beneficial tool for those who want to take credit to finance projects such as for those looking to invest where rates optimal performance at low cost.

This financial instrument has grown and grown steadily in recent years and is expanding its use in different sectors of the Argentine economy, especially as financing of small and medium enterprises (SMEs), which allows wider range of options to invest in them, and new ways of using it for the productive development of the country.

For the realization of this work is built on information obtained from the literature of the subject and the statistics of recent years that provide government agencies and private, that enable the issue and submit the appropriate conclusions.

KEY WORDS: Act. 24.441, Financial Trust, Securitization, SMEs.

INDICE

	Pág.
RESUMEN	5
ABSTRAC	6
I-INTRODUCCION	8
Objetivo General	8
Objetivos Específicos	8
II-MARCO TEORICO	10
II.1-Antecedentes históricos del Fideicomiso. Su Evolución	10
II.1.1-El Fideicomiso en el Derecho Romano	10
II.1.2-El Fideicomiso en el Derecho Germano	11
II.1.3-El Fideicomiso en el Derecho Anglosajón	12
II.1.4-El Fideicomiso en Latinoamérica	12
II.2-El Fideicomiso. Ley 24.441	14
II.2.1-Del Fideicomiso. Concepto	14
II.2.2-Sujetos	15
II.2.3-Efecto del Fideicomiso	16
II.2.4-Del Fideicomiso Financiero. Concepto	17
II.2.5-De los Títulos Representativos de Deuda y los Certificados de Participación	18
II.2.6-De la Insuficiencia del Patrimonio Fideicomitado	18
II.2.7-De la Extinción del Fideicomiso	18
II.2.8-Tipos de Fideicomiso. Clases de Fideicomisos	19
II.2.9-Características del Contrato de Fideicomiso	20
III.-EL FIDEICOMISO FINANCIERO	21
III.1-El Proceso de Titulización o Securitización	21
III.2-Sociedad Calificadora de Riesgo	23
III.3-Técnicas de Resarcimiento del Riesgo	23
III.4-Sus Características	26
III.5-Sus Atributos	26
III.6-El Tratamiento Impositivo	27
III.7-Las Ventajas	27
III.8-Las Características distintivas del Fideicomiso Financiero respecto de la figura general del Fideicomiso	28
IV-ANALISIS DE RESULTADOS	31
IV.1-Situación del Mercado Financiero Argentino	31
IV.2-Evolución de los FF en la Argentina	37
IV.3-Evolución de los FF para PyMEs	57
V-CONCLUSIONES	64
BIBLIOGRAFIA	68
ANEXO	73

I-INTRODUCCION

El surgimiento de la figura del Fideicomiso, en particular del Fideicomiso Financiero, a partir de su reglamentación mediante la sanción de la Ley 24.441¹ (que adopta la figura del fideicomiso latinoamericano del Proyecto Alfaro en Panamá en 1922) sancionada el 22 de Diciembre 1994 y promulgada el 9 de Enero de 1995, ha impactado en el sistema económico y financiero de nuestro país, generando la implementación de una nueva herramienta de financiación. La utilización de esta valiosa herramienta se ha incrementado a partir de fines del año 2001, es decir, luego de la crisis político-económica acaecida en nuestro país.

OBJETIVO GENERAL:

El objetivo de la tesis es indagar sobre los fundamentos que presenta el Fideicomiso Financiero como alternativa no tradicional de asistencia crediticia a la producción y analizar su evolución entre los años 2001 al 2008 en Argentina.

OBJETIVOS ESPECIFICOS:

Con la finalidad de alcanzar el objetivo general presentado anteriormente, se establecen los siguientes Objetivos Específicos:

1. Conocer los Antecedentes históricos del Fideicomiso Financiero.
2. Analizar la Ley 24.441, que da origen al Fideicomiso y en particular al Fideicomiso Financiero.
3. Conocer las características propias y distintivas que posee el Fideicomiso Financiero, y las ventajas que lo hacen atractivo como vehiculo de financiamiento después del fin de la era de la convertibilidad.
4. Analizar la evolución de los Fideicomisos Financieros, en Argentina entre los años 2001 y 2008, con especial referencia a su aplicación al financiamiento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs).
5. Plantear las posibilidades que brinda este instrumento a inversores institucionales, empresas e inversores individuales en el mercado argentino para los próximos años.

MOTIVACION

Lo que ha motivado la elección de este tema en particular para realizar mi Tesis de Grado, ha sido el gran auge que la figura del Fideicomiso Financiero, regulada en la actualidad por la Ley 24.441, ha tenido en el mercado y mi interés por indagar más en este tipo de instrumentos no tradicionales de financiamiento a corto, mediano y largo plazo, sobretudo considerando la cantidad de variantes que posee en cuanto a su forma de utilización y destinos.

¹ Ver Anexo A.1, Ley 24.441.

La devaluación del peso y la sanción de la Ley 25.561 de Emergencia Económica, determinaron un escenario de suma confusión en la Argentina a partir del 2002. La falta de crédito comercial y bancario, el congelamiento de las prefinanciaciones de exportaciones, y la necesidad de generar instrumentos de financiamiento en forma rápida, dentro de un escenario de tanta confusión, incertidumbre y falta de confianza, es lo que torna sumamente interesante abordar y estudiar este tema.

ESTRUCTURA DEL TRABAJO DE INVESTIGACION

La investigación de este trabajo de tesis comprende la recopilación de información y datos de libros, periódicos y otros medios de información. La parte estadística fue suministrada por las siguientes fuentes: la Comisión Nacional de Valores (CNV), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA), la Asociación Empresaria Argentina (AEA) y empresas como Gainvest, Deloitte & Touche (D&T). Y aunque la bibliografía es amplia, el uso de Internet como medio de investigación es de suma importancia, ya que debido a que el conocimiento de los Fideicomisos Financieros es relativamente reciente, gran parte de la información es puesta en la red, lo que facilita en gran medida los procesos de búsqueda y obtención de información.

El trabajo presenta una breve Introducción con el detalle de los objetivos planteados, la motivación y estructura general de la tesis. Luego se presentan los antecedentes históricos del Fideicomiso y el análisis de la Ley 24.441. Esta Ley es la que brinda información sobre el concepto del Fideicomiso, su estructura, funcionalidad, sujetos participantes, regulaciones y limitaciones. Los Artículos 14 y 15 expresan: “ **Los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante y los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario**”.

Luego de conocer los conceptos básicos y las normas de funcionamiento de los Fideicomisos Financieros, se los relaciona con la Titulización de carteras, sus objetivos y el contexto en el cual esto supone un beneficio. Se exponen luego el tratamiento impositivo, las ventajas respecto a otras fuentes de financiamiento y las diferencias entre el Fideicomiso y el Fideicomiso Financiero. Se presentan datos del mercado financiero argentino luego de la crisis del año 2001/2002 para analizar la evolución de los Fideicomisos Financieros y qué parte de ellos financian PyMEs.

Finalmente, se exponen las conclusiones y la bibliografía correspondiente, dando respuesta a los objetivos planteados inicialmente y dejando al lector temas propuestos de interés, relacionados con el presente trabajo.

II-MARCO TEORICO

II.1-Antecedentes históricos del Fideicomiso. Su evolución

En principio, presentar los antecedentes del Fideicomiso hace más bien a la necesidad de poner en evidencia algunas cuestiones que expliquen el por qué del nacimiento de la figura y cómo fué evolucionando la misma.

Esta figura, fué utilizada en sus orígenes como una forma de salvar impedimentos legales y lograr darle, a ciertos bienes, un destino que por leyes de esa época, estaba proscrito o, incluso, para poner determinados bienes a salvo de una posible confiscación por causas políticas.

Comenzó siendo un negocio basado únicamente en la confianza que el transmitente tenía en el adquirente. El primero le transmitía al segundo la propiedad de un bien, y le encomendaba que hiciere uso como dueño conforme sus instrucciones.

Con el tiempo, y como una suerte de reacción ante ciertos incumplimientos de los encargados fiduciarios, al adquirente se le fue recortando su primitiva facultad de abuso sobre los bienes adquiridos, para llegar a convertirse en un titular jurídico, pero con potestades sensiblemente limitadas.

El Fideicomiso se utilizaba para transferir un bien como garantía de pago de una deuda o cuando las personas se ausentaban temporalmente, como son los casos de guerras o viajes, la transferencia del bien se realizaba para el disfrute y uso gratuito por parte de un tercero que era el beneficiado. A su vez, se utilizaba el Fideicomiso Testamentario para dar diferentes destinos a las herencias en base a la voluntad del testador y superar las trabas existentes en el derecho romano. El objetivo era beneficiar a fieles colaboradores y esclavos, hijos ilegítimos, amantes, etc.

Remontándonos a su génesis y analizando su etimología, fideicomiso significa “confianza” y esta se traduce en un encargo que una persona le hace a otra y que se plasma en un contrato de carácter jurídico. Entonces, el valor fundamental estará dado por el “contenido” del contrato, el cual a su vez dependerá del “encargo” realizado entre las partes que acuerdan y firman este documento.

II.1.1-El Fideicomiso en el Derecho Romano

En el Imperio, existieron dos instituciones que son antecedentes al fideicomiso actual: la *Fiducia* y los fideicomisos testamentarios.

La *Fiducia* consistía en la transmisión de un bien, originada en un acto entre vivos, en contraposición con el *fideicommissum*, que consistía en una transmisión por la causa de muerte.

La figura romana era una transmisión de la propiedad, acompañada por un *pactum fiduciae*, por el cual quien recibía la propiedad del bien en cuestión se obligaba a la vez frente al transmitente, luego de realizados determinados fines, a devolver la propiedad o a transmitirla a una tercera persona.

Con el tiempo fue necesario crear instrumentos que protegieran las posiciones de las partes, en especial la del transmitente o fiduciante. Una defensa llamada “acción directa en favor del fiduciante”, era tendiente a resarcirlo cuando el fiduciario enajenaba el bien recibido antes del vencimiento del plazo previsto para que el deudor cancele su obligación, o cuando el fiduciario vendía el bien, aunque el fiduciante hubiera cumplido con todas sus obligaciones cancelando la deuda en tiempo y forma.

En el derecho Romano post-clásico, su empleo se fue sustituyendo por otros tipos de contratos, que adoptó formas más desarrolladas o perfeccionadas, como por ejemplo, el comodato, la prenda o la hipoteca. Pese a ello, la fiducia constituye, sin dudas, el antecedente más remoto de nuestro fideicomiso.

Con respecto al fideicomiso testamentario, llamado *fideicommissum*, era utilizado cuando un testador quería favorecer a una persona que era incapaz de sucederlo por las proscripciones contenidas en las leyes de esa época. De este modo, el testador rogaba a un heredero capaz de sucederlo que fuese el ejecutor de un encargo o encomienda, cuyo objetivo era darle al incapaz un bien particular o parte del acervo hereditario que, de otra manera, no tendría derecho a recibir.

En definitiva se trataba de un medio para beneficiar a alguna persona, instrumentando a través de un ruego hecho por el causante, por el cual se le encomendaba o suplicaba al heredero que instituíra, y que naturalmente tenía derecho de sucederlo, que entregara a otra persona que carecía de tal derecho un bien determinado, la sucesión toda o parte de ella. El causante rogaba que su heredero cumpla con su encargo confiando en su lealtad y buena fe. Al heredero gravado se llamó Fiduciario, y a la persona a que éste debía transmitirle los bienes, Fideicomisario.

Inicialmente el cumplimiento quedó librado a la buena fe y a la conciencia del heredero fiduciario. Pero con el tiempo llegaron los abusos y ante la inejecución de ciertos fideicomisos, se fue deformando la figura del negocio fiduciario, para lograr introducirle mecanismos de control que impidieran el abuso por parte del fiduciario y proteger así la voluntad del causante.

II.1.2-El Fideicomiso en el Derecho Germano

El fideicomiso en el antiguo derecho germano, se manifestó en dos institutos diferentes: *la prenda inmobiliaria* y *la manusfidelis*. La prenda inmobiliaria era parecida a la fiducia romana, pero solo para inmuebles. La manusfidelis, semejante al fideicomiso testamentario de los romanos, se utilizaba para beneficiar a quien no hubiera podido obtener directamente la calidad de sucesor.

El fiduciario en el Derecho Germano recibía el nombre de *saldman* o *treuhand*, es decir, aquella persona que recibía un bien del propietario originario con la obligación de transmitirlo al adquirente definitivo. Es entonces que el fiduciario o *saldman* adquiere una propiedad limitada sobre la cosa recibida por el fiduciante, es así que el fiduciario germano adquiere la calidad de formal o legal de los bienes fideicomitados, en tanto que el fiduciante conserva la propiedad material.

II.1.3-El Fideicomiso en el Derecho Anglosajón

En el derecho anglosajón, el fideicomiso ó “trust”, también existía. Esta institución, algo peculiar para la concepción romanista, desdobra el derecho de propiedad en dos: el “*legal title*” (título legal) es el que detenta el fiduciario, el “*equitable title*” (título equitativo) el que detenta el fideicomisario. El primero integra el *Common Law* (Derecho Común), y el segundo el *Equity Law* (Derecho Equitativo), cuya aplicación esta encomendada a tribunales especiales.

El Common Law es el consagrado por los tribunales, por eso es que también se conoce como derecho consuetudinario. Debido a la rigidez y a la formalidad que lo caracterizaba, tubo origen el Equity, un nuevo orden jurídico que era aplicado por el canciller, un representante del rey que juzgaba conforme a las reglas de la equidad. De esa forma se fue desarrollando una jurisprudencia de la equidad, distinta y paralela a la Common Law.

Para el Derecho Anglosajón, el *trustee* o fiduciario se convierte en el propietario legal de los bienes fideicomitidos. El Common Law le reconoce la propiedad plena o legal sobre los mismos, por lo cual en el caso del *settlor* o fiduciante permaneciera en la posición de éstos, para el Common Law es un simple tenedor en nombre del trustee, único dueño legal de dichos bienes.

Una particularidad de esta figura, adoptada especialmente por la Ley 24.441 para el fideicomiso, es que los bienes afectados al trust no se confunden con el patrimonio del trustee. Esto implica que la insolvencia de éste no afecta al patrimonio fiduciario: los acreedores personales del trustee no pueden pretender el cobro de sus créditos mediante la ejecución de los bienes del trust. Estos componen una suerte de patrimonio de afectación para el cumplimiento de los fines previstos por el settlor, y el trustee viene a cumplir el rol de administrador del mismo.

A partir de la codificación, el nombre Fideicomiso se utiliza no sólo para designar actos de disposición mortis causa, sino también contratos. Es decir, el fideicomiso absorbe en su denominación a la Fiducia romana.

El fideicomiso romano se estructuró sobre bases absolutamente distintas a las del trust anglosajón, pero se encuentran puntos de contacto en la evolución de esos institutos:

1. la necesidad de transferir bienes a otra persona en beneficio de alguien
2. la legítima pretensión del constituyente y del beneficiario de obtener la protección del Estado ante el incumplimiento de los fines para los cuales se ha transmitido la propiedad y
3. el reconocimiento de la primacía de los derechos del beneficiario sobre esos bienes y de la obligación del adquirente al respetar la voluntad del constituyente.

II.1.4-El Fideicomiso en Latinoamérica

El Fideicomiso se ha manifestado en las diversas legislaciones de los países latinoamericanos con una serie de rasgos esenciales en común, que denotan una directa

influencia del trust anglosajón, aunque por la denominación más bien pareciera derivar de la Fiducia romana.

El trust desembarcó en México junto con la pacífica penetración económica de inversiones de capitales norteamericanos, fundamentalmente en los rubros ferroviario y explotación petrolera. El principal obstáculo de los juristas fue el régimen de doble propiedad característico del trust, que distingue la propiedad legal de la material, que es incompatible con el principio de exclusividad de los sistemas jurídicos de raíz latina. Si bien no era posible importar el trust anglosajón, se debía crear una figura con rasgos particulares. Así nace el Fideicomiso.

El Fideicomiso latinoamericano se trata entonces, de una figura jurídica nueva, no derivada del trust anglosajón, sino inspirada en él.

Los rasgos esenciales, que son comunes en las distintas versiones del fideicomiso latinoamericano, pueden resumirse en los siguientes:

1. la afectación de un patrimonio especial a un propósito determinado,
2. un sujeto ajeno a la finalidad perseguida, encargado de los actos tendientes a su cumplimiento, y
3. un beneficiario de tal actividad.

En épocas más recientes, su aplicación práctica ha sido muy amplia en todo el mundo y es importante destacar la enorme difusión que ha tenido en América Latina desde principios del siglo XX, especialmente en países como México y Colombia que han liderado su aplicación, focalizando su uso para proyectos de infraestructura turística y para la construcción de obra pública y privada.

En la Republica Argentina, la figura se encuentra incorporada al Código Civil desde la redacción de éste, en el siglo XIX. En la actualidad, su marco normativo y regulatorio comprende: I) el Artículo 2.662² del citado Código Civil, II) la Ley 24.441/95, III) el Decreto 780/95, IV) la Resolución 171/95 de la Comisión Nacional de Valores y V) normas ad-hoc emitidas por el Banco Central de la Republica Argentina.

² Artículo 2662: Dominio fiduciario es el que se adquiere en un fideicomiso singular subordinado a durar solamente hasta el cumplimiento de una condición resolutive o hasta el vencimiento de un plazo resolutive, para el efecto de restituir la cosa a un tercero.

II.2-El FIDEICOMISO. Ley 24.441

El contrato de fideicomiso no se encontraba regulado sino hasta la sanción de la Ley 24.441. Hasta ese momento, y en relación al mismo, se contaba únicamente con el Artículo 2662 del Código Civil, que no hacía referencia al contrato del fideicomiso mismo, sino al dominio fiduciario.

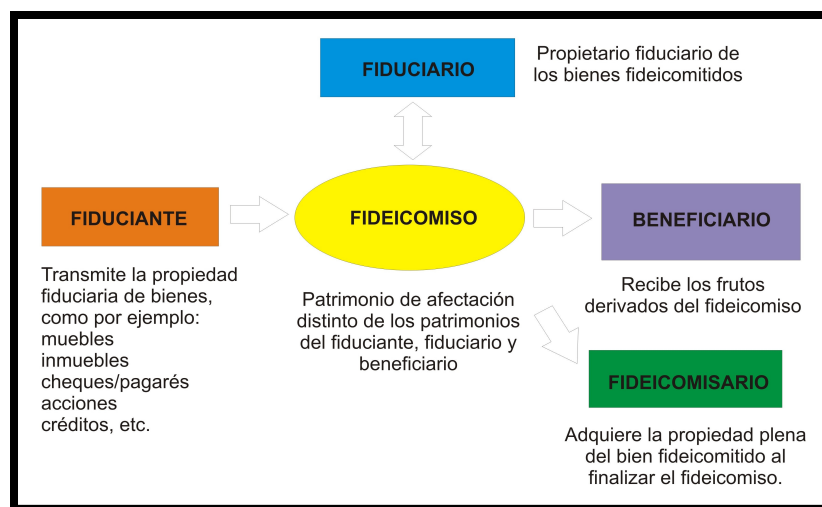
Esta ley fué sancionada por el Congreso de la Nación con fecha 22 de diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995, y tiene por finalidad el "Financiamiento de la Vivienda y la Construcción" pero su contenido es múltiple. En su Título Primero trata del Fideicomiso, en siete Capítulos sucesivos (Artículos 1 a 26), contemplando dos especies: a) el Fideicomiso común u ordinario -aunque no le asigna nombre-, artículos 1 a 18; y b) el Fideicomiso Financiero (Artículos 19 a 24). Los Artículos 25 y 26 regulan la extinción del fideicomiso. Aquí se analizarán ambas especies de Fideicomiso.

II.2.1-Del Fideicomiso. Concepto

De acuerdo a la Ley 24.441, el Art. 1º dice: “Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.

Puede definirse al contrato de fideicomiso como el negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada “fiduciante” transfiere a título de confianza, a otra persona denominada “fiduciario”, uno o más bienes (que pasan a formar el patrimonio fideicomitado) para que al vencimiento de un plazo o al cumplimiento de una condición, éste transmita la finalidad o el resultado establecido por el primero, a su favor o a favor de un tercero llamado “beneficiario o fideicomisario”. El Artículo 3 establece que el Fideicomiso también podrá constituirse por testamento, extendido de alguna de las formas previstas por el Código Civil.

Figura N  1: Esquema del Fideicomiso



II.2.2-Los Sujetos del Fideicomiso³

1-Fiduciante o fideicomitente o constituyente o cedente: es quien transmite los bienes fideicomitados y estipula las condiciones del contrato. Puede ser una o varias personas físicas o jurídicas.

2-Fiduciario o fideicomitado: es la persona física o jurídica que, a cambio de una retribución, administrará fielmente los bienes fideicomitados, o sea las cosas físicas o derechos que el fideicomitente cede o transmite en propiedad fiduciaria al fideicomiso.

La ley trata la figura del fiduciario a partir del Artículo 5 hasta el Artículo 10, inclusive. En el Artículo 5 se establece que podrá ser fiduciario cualquier persona física o jurídica, aclarando que solo pueden ofrecerse como fiduciarias al público las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a disposición de su respectiva ley y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores.

Los fiduciarios privados (es decir, aquellos que no están autorizados a realizar oferta pública de sus servicios) requerirán la capacidad general para contratar y cumplir con el destino previsto en el contrato respecto de los bienes fideicomitados.

3-Beneficiario: es quien recibe los beneficios de la administración fiduciaria. Pueden ser terceras personas y/o el propio fideicomitente.

El Artículo 2 de la mencionada norma continúa aclarando que: “el contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura (la ley no autoriza la indeterminación absoluta sino que requiere la posibilidad de individualizar al beneficiario inicialmente anónimo).

Podrá designarse más de un beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual; también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no-aceptación, renuncia o muerte. Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario llegara a existir, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante.

El derecho del beneficiario puede transmitirse por actos entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.

4-Fideicomisario: es el destinatario final de los bienes una vez cumplido el plazo o condición estipulada en el contrato. En general, beneficiario y fideicomisario son la misma persona.

Las partes firman el contrato para cumplimentar de la manera más eficiente posible los objetivos enunciados en su redacción, con la finalidad de que su accionar esté reglado y se desarrolle en favor de los Beneficiarios del contrato. Es decir, toda la inteligencia, flexibilidad y bondades del instrumento estarán dadas por el contenido desarrollado y explicitado en el contrato.

³ Ver Anexo A.2, Sujetos del Fideicomiso, en Anexo A.3, Derechos y Obligaciones de las partes del Fideicomiso.

Toda clase de bienes pueden ser objeto del fideicomiso. Para la transmisión de la propiedad fiduciaria, el contrato de fideicomiso, según el Artículo 4, deberá contener:

- a) La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes;
- b) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso;
- c) El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad;
- d) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;
- e) Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.

La Ley 24.441 es extensa en cuanto a los derechos y obligaciones del fiduciario, por lo cual es menester su lectura, aunque por su claridad dichos artículos no necesitan interpretación alguna.

II.2.3-Efecto del Fideicomiso

El Artículo 11 establece que: sobre los bienes fideicomitidos se constituye una propiedad fiduciaria que se rige por lo dispuesto en el título VII del libro III del Código Civil. Cuando se trate de cosas, la propiedad fiduciaria se registrará por la ley 24.441, de no tratarse de cosas, se registrarán por las leyes correspondientes a la naturaleza de los bienes.

Si bien toda clase de bienes puede ser objeto del fideicomiso, la ley que lo regula no establece la forma en que debe realizarse el acto de transferencia de la propiedad, salvo lo establecido en los Artículos 12 y 13 de la misma.

El Artículo 12 dispone que: el carácter fiduciario del dominio tendrá efecto frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles conforme a la naturaleza de los bienes respectivos, pero no especifica cuales son aquellas formalidades (tal vez se refiere a las condiciones particulares de cada bien, según se trate de bienes registrables o no).

Como complemento, el Artículo 13 de la misma ley establece que cuando se trate de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario. Además aclara que si se establece por contrato, el fiduciario adquirirá la propiedad fiduciaria de otros bienes que se adquieran con los frutos de los bienes fideicomitidos o con el producto de actos de disposición sobre los mismos, dejando constancia de ello en el acto de adquisición y en los respectivos registros.

Artículo 14: Los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. Esta es una de las características más salientes de la ley y del fideicomiso. Los bienes objeto del fideicomiso forman un patrimonio separado, tanto del patrimonio del fiduciante, del fiduciario e inclusive de las otras partes (beneficiario y fideicomisario).

Artículo 15: Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude. Esta regla tiene importantísimos efectos porque protege a los bienes fideicomitidos de la eventual acción de los acreedores de fiduciante, fiduciario u otras partes, incluso en caso de quiebra, concurso o incapacidad de ellos. Los bienes fideicomitidos solo responderán por las deudas contraídas por el fiduciario dentro de sus facultades y por las cargas propias de tales bienes.

Los Artículos 16, 17 y 18, se refieren al caso de insuficiencia de bienes fideicomitidos, al derecho que tiene el fiduciario de disponer o gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requieran los fines del fideicomiso y a la legitimación que tiene el fiduciario para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos.

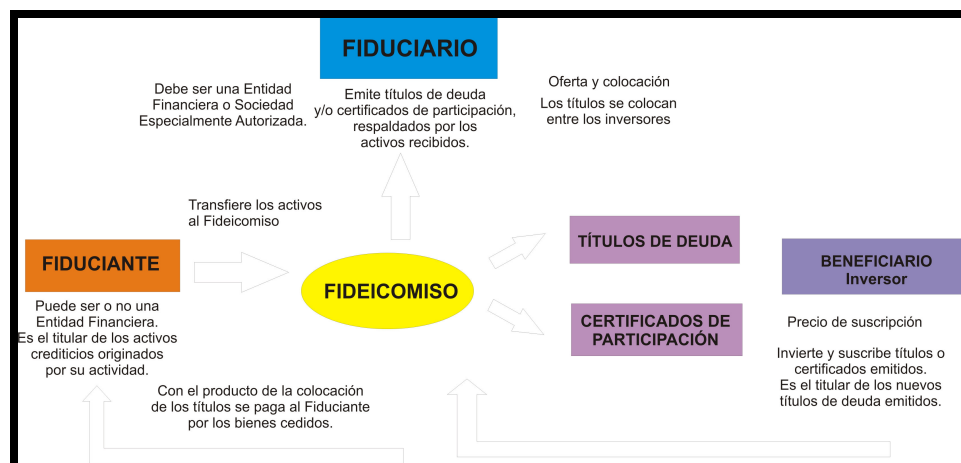
II.2.4-Del Fideicomiso Financiero. Concepto

El Fideicomiso Financiero como el mismo fideicomiso, si bien se encuentra normado en la misma ley, tiene un tratamiento diferente tanto jurídico como tributario.

De acuerdo a la Ley 24.441, Artículo 19: “Fideicomiso Financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de Certificados de Participación en el dominio fiduciario o de Títulos Representativos de Deuda garantizados con los bienes así transmitidos”.

El artículo mencionado también aclara que dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública, aclarando además que la autoridad de aplicación será de la CNV, pudiendo esta última dictar normas al respecto.

Figura N° 2: Esquema de Fideicomiso Financiero



II.2.5-De los Títulos Representativos de Deuda y Certificados de Participación

La ley continúa la normativa del Fideicomiso Financiero, Artículo 21, aclarando que los Certificados de Participación serán emitidos por el fiduciario. Los Títulos Representativos de Deuda garantizados por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Tanto los Certificados de Participación como los Títulos Representativos de Deuda podrán ser al portador o nominativos, endosables o no o escriturales de acuerdo con el Art. 8 de la Ley 23.576⁴.

Los certificados serán emitidos sobre la base de un prospecto en el que constarán las condiciones de emisión y contendrá las enumeraciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con detallada descripción de los derechos que confieren.

A su vez la ley permite que puedan emitirse Certificados Globales de los Certificados de Participación para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

La ley admite además en su Artículo 22, que puedan emitirse distintas clases Certificados de Participación con derechos diferentes pero aclarando en todo momento que dentro de cada especie se otorgarán los mismos derechos. También prevé la ley que la emisión pueda dividirse en series.

Finalmente los Certificados de Participación se remiten para atribuir los resultados del fideicomiso (resultados de la operatoria del fideicomiso) y distribuir los activos que quedan.

En cambio los Títulos Representativos de Deuda instrumentan la deuda del fideicomiso y pagan intereses (rendimiento de títulos). Se colocan entre los inversores, y pueden ser de dos clases: clase A y de menor riesgo para todo público o clase B subordinados al primero; emitidos por el fiduciante, fiduciario o terceros.

Los fideicomisos no financieros también tienen Certificados de Participación, mediante los cuales se representa la parte que le corresponde a cada beneficiario.

II.2.6-De la insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el Fideicomiso Financiero

El Artículo 23 se refiere al caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere previsión contractual, el fiduciario convocará a asamblea de tenedores de títulos de deuda a fin de resolver sobre las normas de administración y liquidación previstas por la ley. El Artículo 24 de la Ley 24.441 se refiere a las normas que regulan el precedente artículo.

II.2.7-De la Extinción del Fideicomiso

El Artículo 25 de la Ley 24.441 dispone que el fideicomiso se extinguirá por:

⁴ Artículo 8, Ley 23.576: Las obligaciones negociables podrán ser representadas en títulos al portador o nominativos, endosables o no. Los cupones podrán ser, en todos los casos, al portador y deberán contener la numeración del título al cual pertenecen. También se podrán emitir obligaciones escriturales, conforme con el artículo 31.

- a) El cumplimiento del plazo o condición a que esté sometido, o el vencimiento del plazo máximo legal (30 años desde su constitución).
- b) La revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; la revocación no tendrá efecto retroactivo.
- c) Cualquier otra causal prevista en el contrato.

El Artículo 26 de la ley dispone que producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario debe entregar los bienes respectivos "al fideicomisario o a sus sucesores", pero el término "fideicomisario" debe interpretarse aquí en sentido amplio, incluyendo el fiduciante o al beneficiario, que pueden ser igualmente destinatarios finales, como surge de la última parte del art. 1º, y del Art. 2.662 del Código Civil, en su contenido actual (Ley 23.962), comprensivo de todas las situaciones, al determinar que al producirse la extinción del fideicomiso la cosa objeto del mismo debe entregarse "a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley".

II.2.8-Tipos de Fideicomiso

La Ley 24.441 no hace una clasificación respecto de los distintos contratos de fideicomisos. Solo hace mención, en su Artículo 19, a los requisitos particulares que debe cumplir un contrato de Fideicomiso para que sea considerado **Financiero**. No obstante, existe coincidencia en la doctrina en denominar **Ordinarios** a todos los contratos de fideicomisos que no cumplan con los requisitos particulares de los financieros.

El Fideicomiso puede tomar diversas formas o clases debido a su amplia flexibilidad adaptándose a cada situación en particular, a saber:

a) Según la legalidad

- Financiero
- Ordinario

b) Según su finalidad

- Financiamiento Estructurado (Titulización)
- De Garantía
- Productivos (Inmobiliarios, Agrícolas, Ganaderos, Forestales)
- De Administración (Carteras de Inversiones, Holdings familiares)

c) Según el fiduciante reciba o no una contraprestación

- Transmisión fiduciaria con contraprestación
- Transmisión fiduciaria sin contraprestación

d) Según el objeto

- Fideicomiso de Garantía
- Fideicomiso de Seguros
- Fideicomiso Inmobiliario
- Fideicomiso de Administración con control judicial
- Fideicomiso Testamentario
- Fideicomiso de Administración
- Fideicomiso de Inversión

- Fideicomiso Traslato de Dominio
- Fideicomiso Financiero

Estas figuras legales permiten generar instrumentos de inversión y financiamiento de elevada flexibilidad a través de esquemas innovadores en la administración de riesgos. La posibilidad de lograr un diseño instrumental a medida permite conciliar las expectativas de retorno ajustadas por riesgo del inversor y los requerimientos de demandantes de financiamiento.

II.2.9-Características del Contrato de Fideicomiso

Consensual, ya que produce efectos desde que las partes manifiestan recíprocamente su consentimiento, resultando la entrega de los bienes en propiedad un acto de ejecución del convenio, cuya falta autoriza a reclamar la entrega y el otorgamiento de las formalidades que imponga la naturaleza de los bienes.

Bilateral, pues genera obligaciones recíprocas para fideicomitente (debe entregar la cosa y la remuneración del encargo) y fiduciario (debe administrar la cosa de acuerdo con las disposiciones de la convención).

Oneroso, ya que el beneficio que procura a una de las partes sólo le es concedido por una prestación que ella le ha hecho o se obliga a hacerle y el constituyente del fideicomiso debe al fiduciario una comisión.

No formal, aunque en su constitución requiere escritura pública u otras formas determinadas, según la naturaleza de los bienes fideicomitados, no obstante dada su importancia económica lógica su conclusión debe efectuarse en forma escrita, aún en documentos privados.

III-EL FIDEICOMISO FINANCIERO

A continuación se analiza el Fideicomiso Financiero⁵ como medio o vehículo de financiamiento, para destacar sus características, y las ventajas que lo han transformado en la vedette de los instrumentos financieros a partir del 2001, a los efectos de lograr una mejor comprensión del tema.

El vocablo securitización deriva del ingles *security* o título-valor financiero, "Titulización" en la versión española, "Titularización" en Colombia, lo que conlleva en definitiva en su esencia sea cual sea su acepción es que "securitizar una obligación es representarla con un título", generalmente se manifiesta incorporando un crédito a un título, el cual dado su volumen y dispersión permite la creación de un mercado.

La securitización que es sinónimo de Titulización, es el proceso a través del cual los bancos y otras entidades financieras podrán vender o financiar activos ilíquidos (reales o financieros) y con un flujo de fondos predecible, transformándolos en instrumentos (título valor, securities) del Mercado de Capitales, con mayor liquidez y menor riesgo. De este modo se alcanzan simultáneamente dos importantes objetivos: se recupera la liquidez y se deriva a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos.

III.1-El Proceso de Securitización

La Finalidad de la Securitización

La securitización modifica el mecanismo de financiamiento tradicional por otro más complejo que conlleva a la **desintermediación** del proceso, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero (el banco media pero no asume riesgo crediticio, ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título), y la movilización de activos de baja rotación.

Un Mercado de Capitales securitizado otorga beneficios a los originantes, a los inversores, y en consecuencia a la economía en general.

Se puede citar tres tipos o estructuras básicas de títulos valores emitidos bajo un proceso de securitización:

a) Pass-through: Consiste en la venta, cesión, o endoso de activos del originador o acreedor original a un ente jurídico llamado vehículo (trustee, fondo común de inversión cerrado o sociedad objeto exclusivo), quien emite los títulos valores a ser colocados entre los inversores.

b) Asset Backed Bonds: En este tipo de financiación, no se produce un aislamiento de los activos a securitizar, por el contrario los activos afectados a la garantía permanecen en el patrimonio del emisor u originante. Esta es su característica fundamental, la presencia de sobregarantías en virtud del cual el emisor esta obligado durante la vida de los títulos a mantener el nivel de las garantías en caso de disminución de su valorización.

⁵ Ver Anexo B.1: Fideicomisos Financieros.

c) Pay-through: Es una combinación de elementos de los dos tipos básicos anteriormente descritos, ya que si bien los activos a titularizar no se separan del patrimonio del originante, sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los títulos emitidos, tal como ocurre con el Pass-through.

Delineadas las características genéricas de las posibles estructuras de un proceso de securitización, cabe ahora ocuparnos de su reflejo en la normativa nacional. El tipo Pass-through es el denominado por la Ley 24.441, Art.21, al ocuparse del Fideicomiso Financiero como "Certificados de Participación"; en tanto la modalidad Pay-through es identificada con los "Títulos Representativos de Deuda".

Los **Activos Subyacentes** de un Fideicomiso Financiero, son aquellos activos que el Fiduciante le trasfiere al Fiduciario para constituir el Fideicomiso. En el caso de un Fideicomiso Financiero el activo subyacente puede ser cualquier tipo de activo –en general se trata de flujos constituidos por derechos crediticios, productos financieros o flujos de fondos que se generarán por el desarrollo de un proyecto económico.

Los activos securitizables⁶ para constituir un Fideicomiso Financiero pueden ser:

Tradicionales:

- Préstamos Personales
- Préstamos de Consumo
- Tarjetas de Créditos
- Cuentas a Cobrar
- Hipotecas

Nuevas incorporaciones:

- Prendas
- Contratos de Leasing
- Letras de Cambio
- Flujos presentes y futuros
- Préstamos Garantizados

Las mayores ventajas de la securitización son dos:

1. Se trata de una financiación fuera de balance (off of balance), y luego en consecuencia
2. Resulta en un costo de financiamiento menor, ya que el riesgo de la inversión es el determinado por el riesgo intrínseco por los activos cedidos al fideicomiso, que está inmunizado del riesgo de quiebra de la empresa emisora.

Los beneficios que se persiguen con la titulización, son:

- Transformar en ganancia presente los flujos de fondos futuros.
- Abaratar el costo de financiamiento de las empresas.
- Disminuir y dispersar el riesgo.
- Ampliar el acceso a fondos.
- Disminuir el costo de los fondos.

También resulta necesario analizar el contexto donde la titulización cumple su destino: el Mercado de Capitales. Como sostiene la doctrina, “Los Mercados de Capitales son el ámbito económico donde finalmente se transan los títulos-valores producidos por la titulización de activos... También llamado Mercado de Valores, es la

⁶ Ver Anexo B.2: Características de los Activos Securitizados.

vía financiera por la cual las empresas y el Estado forman capitales a mediano y largo plazo, con el objeto de financiar sus actividades. Tanto el Mercado de Capitales como los demás mercados de dinero, como el bancario, conforman el sistema financiero que moviliza los ahorros y asigna el crédito a través de los diversos canales (bancos, financieras, fondos de pensión, sociedades de bolsa, agentes de mercado, etc.).

III.2-Sociedad Calificadora de Riesgo

La Sociedad Calificadora de Riesgo (SCR) es una sociedad anónima cuyo objeto exclusivo es calificar fundamentalmente valores negociables y títulos valores que se negocian en el Mercado de Capitales, como son las emisiones de Fideicomisos Financieros.

La función de las clasificaciones de riesgo es la de determinar la viabilidad, oportunidad y sobre todo la seguridad de emprender algún tipo de negocio o contrato, en el caso de los países tiene que ver con la capacidad de los países con cumplir con sus deudas y obligaciones financieras.

El punto fundamental de una administración sana del riesgo es tener un proceso comprensivo que incluya una estructura detallada de límites, guías y parámetros para decidir sobre la toma del riesgo, así como de sistemas de información gerencial para vigilar y reportar el mismo.

Qué valores negociables pueden ser calificados? Ellos son:

- Acciones
- Obligaciones negociables
- Valores negociables de deuda de corto plazo
- Títulos públicos
- Fondos comunes de inversión
- Fondos comunes cerrados de crédito
- Fideicomisos Financieros

III.3-Técnicas de Mejoramiento de Riesgo

En un proceso de securitización, introducir garantías adicionales o mejorar las existentes permite disminuir el riesgo de la emisión y por lo tanto su costo financiero. La mejora de la calidad de la cartera de activos permite cubrir la posible insuficiencia de ingreso de fondos de los activos securitizados y por ende un incumplimiento de pagos.

El incremento en las garantías se puede dar internamente por parte del emisor o a través de participantes externos:

1. Mejoras internas:

- **Sobrecolateralización:** el monto de garantías es mayor al valor de los títulos emitidos. La sobrecolateralización de la cartera es un mecanismo a través del cual

se busca proteger el activo objeto de la titulización, de los posibles siniestros que puedan llegar a afectarlo y constituye una especie de garantía para el cubrimiento de contingencias frente a los terceros beneficiarios del proceso de titularización.

- **Subordinación de la emisión:** se emiten distintas clases de títulos con distinto nivel de riesgo y rendimiento. Los títulos Senior o Clase A son los primeros que se cobran y reciben menor rendimiento. Los títulos subordinados cobran después, de acuerdo con el grado de subordinación, y reciben un rendimiento mayor en compensación al riesgo que corren.
- **Exceso de flujo de caja:** el flujo de fondos estimado de los activos securitizados es superior al interés que pagan los títulos, el excedente constituye un fondo de garantía.

2. Mejoras externas a la calidad de crédito:

- Este tipo de operaciones se da a través de cartas de crédito, pólizas de seguros o avales de terceros como Sociedades de Garantía Recíproca. Un fideicomiso también se puede garantizar con un Fideicomiso de Garantía que se constituye dentro del primero.

De las mejoras internas para incrementar las garantías, la subordinación de la emisión de clases de títulos es la que mejor representa la seguridad que buscan los inversores. Los Fideicomisos Financieros por lo general se estructuran por clases. En general, una misma emisión está compuesta por un Valor de Deuda Clase A, que representa el activo con la mayor calidad crediticia, y un Certificado de Participación Clase B, que representa el aforo o la protección de la emisión y que se encuentra subordinado al Valor de Deuda Clase A. Asimismo, los títulos Clase A tienen una calificación de riesgo mientras que los títulos Clase B que brindan protección crediticia adicional a los primeros, no necesitan una calificación de riesgo.

El mecanismo de pago de los servicios de deuda es la siguiente: en primer lugar, se pagan los valores de deuda fiduciaria Clase A. Una vez que hayan sido cancelados completamente éstos, recién tendrán derecho al pago de capital más intereses los valores de deuda fiduciaria Clase B. Los tenedores de los Certificados de Participación tendrán derecho al cobro del flujo de fondos luego al cancelarse totalmente los valores de deuda fiduciaria.

Los Beneficiarios son los titulares de los Certificados de Participación del patrimonio fiduciario o de títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitidos. En virtud de ello se puede afirmar que la función principal del Fideicomiso Financiero es la de actuar como vehículo en la "titulización" de las carteras de crédito transferidas por el fiduciante (la empresa) al fiduciario financiero (entidad financiera o sociedad habilitada), como patrimonio objeto del fideicomiso.

En la Argentina el sistema más utilizado para la colocación de un Fideicomiso Financiero es el de subasta holandesa (Dutch Auction). A través del mismo las ofertas recibidas serán adjudicadas comenzando con las ofertas que soliciten la menor tasa y continuando hasta agotar la totalidad de los títulos disponibles. Este proceso se realizará

por separado para cada clase. La adjudicación se realizará a un precio único –la mayor tasa aceptada- para todas las ofertas aceptadas. Esa tasa se denomina **tasa de corte**.

Por lo general, en las colocaciones existen dos tramos: uno competitivo y otro no competitivo. El primero comprende a todas las ofertas superiores a \$50.000 para las cuales los inversores deberán explicitar al momento de suscripción el rendimiento mínimo que están dispuestos a aceptar. El tramo no competitivo comprende las ofertas iguales o inferiores a \$50.000 las cuales serán adjudicadas a la tasa de corte.

En el caso de haber **sobresuscripción** –que la demanda de los inversores sea superior al monto de colocación ofrecido- el tramo no competitivo será adjudicado en su totalidad mientras que en el tramo competitivo serán prorrateadas todas las ofertas que hayan ofertado la tasa de corte. Las ofertas del tramo competitivo que hayan ofrecido una tasa inferior a la de corte serán adjudicadas en su totalidad. Esto sucede en el mercado argentino, y es otro indicio que denota la importancia que tienen los Fideicomisos Financieros para el financiamiento de empresas.

Los rendimientos de los títulos emitidos por los Fideicomisos Financieros pueden ser de renta fija o renta variable. Para los primeros, se determina una tasa nominal anual. Para los de renta variable se suele utilizar la Tasa BADLAR⁷ mas un margen a determinar (spread). Por ejemplo, para la emisión del Fideicomiso Financiero Garbarino XLIV, los valores de deuda fiduciaria Clase A, otorga el derecho a una tasa de interés fija equivalente a 20% nominal anual, los valores de deuda fiduciaria Clase B, otorgan un rendimiento mensual equivalente a la tasa BADLAR mas un diferencial de 450 bps⁸, con un mínimo de 18% nominal anual y máximo de 28% nominal anual.

La **duration** de un Fideicomiso Financiero es la medida del plazo promedio de vida de un Fideicomiso Financiero. En general, para los Fideicomisos la misma está expresada en meses. Al momento del lanzamiento de un Fideicomiso Financiero la duration se calcula descontando a la tasa de cupón establecida los flujos futuros teóricos de pagos –también calculados a la tasa de cupón establecida- para luego multiplicar cada uno de estos flujos descontados por la cantidad de días que hay entre el vencimiento de cada cupón y la fecha de liquidación del Fideicomiso.

Normalmente la duration de los títulos emitidos guarda relación con el plazo del activo subyacente, por lo que en el mercado argentino la mayor parte de las emisiones es de corto plazo y a tasas fijas. No obstante existen varias emisiones a largo plazo, sobre todo las relacionadas con préstamos hipotecarios y prendarios.

Sabiendo ahora que la duration es la medida del plazo promedio de vida de un Fideicomiso Financiero, **el plazo** de un Fideicomiso Financiero es la fecha teórica de pago del último cupón del Fideicomiso. En general como los Fideicomisos Financieros van realizando pagos parciales de amortización e intereses a lo largo de la vida del fideicomiso la duration suele ser inferior al plazo.

⁷ Las tasas BADLAR son calculadas por el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) en base a una muestra de tasas de interés que entidades de Capital Federal y Gran Buenos Aires pagan a los ahorristas por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de más de 1 millón de pesos o dólares. Existen tres tipos de tasa BADLAR dependiendo de la muestra de bancos utilizada para su cálculo: la BADLAR total de bancos informantes, la BADLAR de bancos públicos y la BADLAR de bancos privados.

⁸ Bps o Puntos Básicos: es una centésima parte de un 1 por ciento, es decir un 0.01%. Decir entonces 100 puntos básicos, equivalen a un 1%.

III.4-Características del Fideicomiso Financiero

- Fiduciarios Financieros: podrán actuar como tales las entidades financieras comprendidas en la Ley N° 21.526, las sociedades especialmente autorizadas por la C.N.V., la Caja de Valores y los representantes de los obligacionistas,
- Beneficiarios: serán los titulares de Certificados de Participación en el dominio fiduciario o de Títulos Representativos de Deuda garantizados con los bienes así transmitidos,
- Los Certificados de Participación y los Títulos de Deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública, siendo la autoridad de aplicación la Comisión Nacional de Valores,
- Los Certificados de Participación serán emitidos por el fiduciario,
- Los Títulos de Deuda podrán ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o por terceros.
- Los títulos valores emitidos podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales.
- Podrán emitirse Certificados Globales de los Certificados de Participación para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

III.5-Atributos del Fideicomiso Financiero

Seguridad: Otorga al negocio un verdadero "paraguas de protección" patrimonial, "inmunizándolo" con respecto a los riesgos propios de las empresas participantes, derivados de circunstancias pasadas, presentes o futuras que pudieren afectar a las mismas.

Sinergia: Posibilita la conciliación de intereses, habitualmente contrapuestos, en el ámbito del circuito productivo. Amparando perfectamente los derechos de las partes involucradas, facilita que proveedores, industriales, constructores, productores, acopiadores, exportadores, compradores, clientes, etc., emprendan acciones comunes para concretar negocios trabados por la falta de crédito, disminuyendo las necesidades de financiamiento para el conjunto. Asimismo es un vector ideal para conformar alianzas estratégicas en pro de una mejor participación en los distintos mercados.

Riesgo: Cambia sustancialmente el criterio de evaluación del riesgo de las operaciones, dejando de lado como parámetro de medición al capital de las empresas intervinientes (ejemplo PyMEs), para basarse en la solidez y coherencia del negocio y en la evolución del flujo de fondos previsto para el mismo.

Flexibilidad y Adaptación: Se amolda a la naturaleza del negocio, no al revés, constituyendo un cabal "traje a medida" para la operatoria. Usualmente su funcionamiento se circunscribe a tareas de control y resguardo patrimonial, en protección de los inversores, acreedores y beneficiarios en general. Habitualmente el

empresario promotor del fideicomiso es contratado para "gerenciar" el proyecto productivo, continuando de tal forma como "cara visible" del negocio y manteniendo intacta la vinculación con proveedores y clientes.

III.6-Tratamiento impositivo de los Fideicomisos Financieros

Impuesto a las Ganancias: El fideicomiso posee resultados por tenencia, es decir tributa por más de que no haya realizado la ganancia. Alícuota 35%. El fiduciario deberá ingresar el impuesto y es el responsable por deuda ajena de las obligaciones fiscales del fideicomiso. Sin embargo, los Fideicomisos Financieros con oferta pública que tengan por objeto la titulación de títulos valores públicos o privados y derechos creditorios que cumplan determinados requisitos, podrán deducir los importes correspondientes a distribución de utilidades.

Ganancia Mínima Presunta: Están exentos.

Impuesto al Valor Agregado: Los fideicomisos son sujetos del gravamen en tanto realicen actividades alcanzadas por este impuesto y no gocen de exención. La cesión de créditos a un fideicomiso está exenta de este gravamen.

Impuesto sobre los Ingresos Brutos: Los fideicomisos son sujetos de este gravamen en tanto realicen actividades alcanzadas por el impuesto y no gocen de exención.

Impuesto a los Créditos y Débitos en cuentas bancarias: Aquellos fideicomisos financieros que hayan obtenido la exención del impuesto a las ganancias están exentos del impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias.

III.7-Ventajas del Fideicomiso Financiero

Las virtudes del Fideicomiso Financiero, como vehículo que permite separar el riesgo global de una empresa del riesgo de los bienes cedidos al patrimonio del fideicomiso (flujos de fondos futuros, activos ilíquidos o proyectos de inversión) y que serán el respaldo de la emisión de valores negociables que se lanzan al Mercado de Capitales, le permite ser una figura muy valorada por los inversores en procesos de crisis agudas que dificultan, por la profundización de los problemas de asimetrías de información entre acreedores y deudores, el análisis global del riesgo de una empresa. Es el caso puntual y especial para el financiamiento de Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) en la Argentina.

En las emisiones estructuradas, el inversor se concentra particularmente en el análisis de riesgo de los bienes fideicomitados, limitando así el horizonte de análisis, y con la certeza de que están protegidos de la potencial quiebra de la empresa originadora (fiduciante) y del administrador del fondo (fiduciario).

Las ventajas que ofrecen los Fideicomisos Financieros para aislar los riesgos globales de la empresa respecto de las garantías que respaldan la emisión, han sido rápidamente identificadas por los inversores, convirtiendo al fideicomiso en uno de los instrumentos financieros mas aceptados. Esto aun en escenarios de crisis, ya que una de las principales bondades del instrumento es la facilidad para el análisis en momentos

donde la información es difícil de procesar en ambientes de inestabilidad e incertidumbre.

Desde un punto de vista financiero, es destacable mencionar que cuando las empresas disponen de ciertos tipos de activos con capacidad de generar un flujo de caja y esto es percibido por el mercado financiero y de capitales como una importante fuente de fondos para el repago de las obligaciones, se da lugar a una nueva fuente de financiación para las empresas, garantizando en general esta operación con activos ociosos o de bajo rendimiento.

El Fideicomiso Financiero y la securitización se transforman en un instrumento para obtener capital de trabajo sin mayor endeudamiento. Constituyen una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos. La baja en el costo del endeudamiento se explica fundamentalmente por el descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales. La separación de riesgos comerciales y de gerenciamiento también debería influir en la reducción de tasas de costo de capital. Dado que los certificados de participación y los títulos de deuda son negociables, es posible obtener cierto nivel de liquidez comprando y vendiendo estos activos financieros en el mercado secundario.

Desde un punto de vista comercial, mejora la transparencia del negocio por el mayor control fiduciario y se fortalecen los acuerdos societarios.

Para los inversores los Fideicomisos Financieros representan una buena alternativa de inversión puesto que ofrecen rendimientos mas atractivos que las alternativas de inversión tradicionales, al evitar al intermediación bancaria.

Los Fideicomisos de Crédito de consumo se mostraron como una de las alternativas más seguras de inversión durante la crisis, ya que, el respaldo del flujo securitizado permitió aislar el riesgo de la compañía y evitar el default.

La mayoría de los títulos fiduciarios cuentan con calificación de riesgo de agencias internacionales, tienen oferta pública y cotizan en la BCBA, estos factores hacen que sea un titulo transparente y con posibilidad de ser negociado en el mercado secundario.

Otras ventajas del Fideicomiso Financiero:

- ✓ Amplía las alternativas de financiación sumándose a las utilizadas habitualmente por la empresa.
- ✓ Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.
- ✓ Elimina el descalce financiero en plazos y tasas: ya que los plazos de pago de los títulos se pueden ajustar a los vencimientos de los activos securitizados.
- ✓ La calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.
- ✓ El fideicomiso es un instrumento flexible y adaptable a diversas actividades.

- ✓ Constituye un patrimonio separado de los del fiduciante-fiduciario, y no pueden los bienes fideicomitidos ser agredidos por la acción de los acreedores del fiduciante, fiduciario o beneficiario.
- ✓ Permite prescindir del crédito bancario por sus costos que son más accesibles.
- ✓ Se tiene la posibilidad de articular **exenciones impositivas**.
- ✓ Se evita también, con el fideicomiso procesos judiciales o arbitrariedades legales.
- ✓ Es un instrumento de fondeo altamente eficiente y sumamente valioso para la búsqueda de complementación, representatividad y economías de escala.
- ✓ Posee una amplia solidez en relación a su seguridad jurídica.

III.8- Características distintivas del Fideicomiso Financiero respecto de la figura general del Fideicomiso

Los Fideicomisos Financieros tienen todos los componentes de la figura general del Fideicomiso, diferenciándose principalmente en que:

- Las obligaciones del fideicomiso respecto de los beneficiarios se instrumentan bajo la forma de Certificados o Títulos de deuda (títulos valores o “securities”) con diversos grados de privilegio o subordinación para su cobro.
- Los créditos de los beneficiarios de Certificados o Títulos con mayor privilegio cuentan con la garantía de los activos (bienes o derechos) fideicomitidos, más el margen representado por la fracción de tales activos cuya contrapartida son certificados de menor privilegio o subordinados (o sea, cuyo cobro esta subordinado al cobro de las obligaciones principales o privilegiadas).
- Los Certificados o Títulos con mayor privilegio ofrecen una retribución menor, acorde con el riesgo relativamente menor que conllevan, mientras que los títulos de menor privilegio corren con más riesgos, pero también con una renta o beneficio más elevado.
- Típicamente, los Certificados o Títulos con mayor privilegio se colocan o se venden entre inversores, en tanto que los de menor privilegio pueden también venderse o quedar en manos del fideicomitente.
- En contraposición a lo visto hasta el momento, la principal diferencia radica en la figura de fiduciario. Éste debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para desempeñarse como fiduciario financiero. Con esta figura se pretendía, al menos inicialmente, que se preservara mediante una prudente reglamentación su carácter empresarialmente neutro, salvo en lo que respecta a comisiones y remuneraciones del fiduciario profesional.
- Los Certificados de Participación en el dominio fiduciario y los Títulos representativos de Deuda garantizados con bienes fideicomitidos deberán contar con dos calificaciones de riesgo independientes por medio de las Sociedades

(Calificadores) que con tal objeto se hallan registradas en la CNV.
El objetivo de un Fideicomiso Financiero es emitir o garantizar con bienes fideicomitidos, Títulos representativos de Deuda o Certificados de Participación en el dominio fiduciario de los bienes.

- La colocación de estos títulos podrán hacerse tanto por oferta pública o por colocación privada.

IV-ANALISIS DE RESULTADOS

IV.1-Situación del Mercado Financiero Argentino

A finales del 2001, nuestra economía se encuentra ante una crisis de tal magnitud que adquiere el carácter de catástrofe. Trajo como consecuencias la devaluación, la desaparición de las fuentes tradicionales de financiamiento y un **Mercado de Capitales líquido**.

El colapso del sistema financiero, el encarecimiento del financiamiento externo y la disminución de la capacidad productiva de las industrias locales dejaron a los empresarios al borde de la cornisa a la hora de conseguir financiamiento adecuado. Además las políticas de Estado pendulares generaron un aumento de los costos de transacción por inseguridad jurídica que debieron ser soportados en última instancia por los demandantes de capital.

En el caso de las economías regionales este hecho reviste una gravedad de tal magnitud que pone en serio riesgo a toda su estructura económica.

Entre las falencias del mercado de crédito bancario, haciendo énfasis en el financiamiento de empresas y el escaso desarrollo del mercado financiero local, se pueden enunciar algunos determinantes principales para esta situación:

- Excesivo corto plazo en el horizonte temporal de los depósitos,
- Falta generalizada de una cultura de ahorro
- Fuerte competencia por recursos con el Estado
- Escaso cumplimiento de las leyes
- Alta informalidad en las actividades privadas.

En este marco, el conjunto de empresas no parece encontrar en los bancos el terreno fértil necesario para financiar sus inversiones a largo plazo y a tasas que no pongan en riesgo su propia existencia. Recae entonces en el Mercado de Capitales la responsabilidad de ofrecer financiamiento en estas condiciones.

El **Mercado de Capitales** cumple un rol fundamental en el desarrollo económico de cualquier país. Este mercado posee ventajas ante el financiamiento bancario, como son menores costos, mayores plazos, menor dependencia de situaciones macroeconómicas coyunturales, y se caracteriza por una fuerte **desintermediación** financiera, ya que negocian directamente oferentes y demandantes.

En una economía descentralizada existen unidades económicas que tienen amplia disponibilidad de fondos a los que no darán aplicación inmediata. También existen otras, que a la inversa, cuentan con favorables alternativas de inversión y carecen de los fondos de financiamientos necesarios. Ante ello el Mercado de Capitales tiene la función de orientar los recursos de aquellos que poseen ahorros sin un destino específico hacia otros que necesitan dinero para aplicar a diferentes emprendimientos (producción, infraestructura, servicios, etc.). Recae así sobre el Mercado, el papel clave en la transferencia de los recursos hacia el sector real y posibilita el crecimiento económico.

Para que esto funcione se debe crear un ámbito de inversión dinámico, transparente, libre y atractivo, para que aquellos que disponen de fondos (inversores), elijan volcar sus recursos al mercado y de esta forma otros que necesitan dinero para sus emprendimientos puedan recibirlos del propio mercado.

El 6 de enero del 2002, el Gobierno Nacional sancionó la Ley 25.561 (Ley de Emergencia Pública y reforma del régimen cambiario) que implicó la adopción de un nuevo régimen monetario y cambiario y la derogación de la Ley de Convertibilidad.

A partir de esta fecha, la economía Argentina esta experimentando un lento proceso de normalización de su sistema bancario y financiero, con depósitos y préstamos que retornan a las instituciones. El Mercado de Capitales parece haber recuperado espacio como forma de financiamiento para las empresas, impulsado no solo por los productos tradicionales sino que nuevos productos financieros hicieron también su aparición en escena. Entre los nuevos productos en general los más conocidos son:

- las Obligaciones Negociables
- las Acciones
- la negociación de Cheques de Pago Diferido
- los Fideicomisos Financieros

De todos estos instrumentos, los Fideicomisos Financieros se destacan del resto por su grado de desarrollo vertiginoso crecimiento y porque combinan las bondades del Mercado de Capitales (ampliar la base de inversores, mejores tasas), sin perder el control sobre las compañías. Es posible destacar que hay una reticencia de los dueños de las compañías de abrir sus empresas y otorgar el control sobre las mismas a terceros.

En el escenario post devaluación, los excedentes de los sectores mas favorecidos por el cambio de paridad en la moneda pudieron canalizar sus recursos excedentes hacia potenciales inversiones mediante este instrumento.

Las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) también sufrieron las repercusiones de la crisis. Los ahorristas fueron retirando sus ahorros de los bancos, y por otro lado, las empresas favorecidas por el nuevo tipo de cambio no podían aprovechar el reposicionamiento internacional de sus productos por la desaparición de las fuentes de financiamiento bancario. Muchas de ellas, pasaron los primeros años post crisis del 2001 financiándose con la caja propia.

A partir de la crisis de 2001, las PyMEs juegan un rol⁹ fundamental en el desarrollo y sustento económico de nuestro país, producto de su importancia como generadora de empleos, y por el efecto multiplicador que esto genera en el consumo, la inversión y la actividad económica en general. El nuevo contexto económico ha sido de creciente recuperación y crecimiento de las PyMEs.

Además de ser consideradas impulsoras de la actividad económica del país y generadoras de empleo, las PyMEs demostraron ser muy buenas pagadoras a hora de afrontar sus obligaciones.

Pero, transcurrida esa etapa, ellas necesitaron salir a buscar nuevo financiamiento para ampliar su producción. Ya se empezaba a tener la sensación de que se estaba llegando

⁹ Ver Anexo D.1: El rol de las PyMEs

al límite o saturación de la capacidad del autofinanciamiento y de las líneas de crédito que otorgaban los bancos para facilitar su expansión. Para entonces, los instrumentos tradicionales de financiamiento para pequeñas y medianas empresas se mostraban insuficientes. Pero al mismo tiempo comenzaba un nuevo ciclo con un crecimiento macroeconómico significativo, que por primera vez en muchos años el entorno dejó de ser hostil para las pequeñas y medianas empresas.

Esta nueva inclinación de la actividad económica hacia actividades productivas, básicamente el sector manufacturero, el agro y la construcción, ha derivado en un cambio importante en la composición y utilización de herramientas financieras.

Durante los últimos años, y particularmente a partir de la reactivación económica que se inició tras el fin de la Convertibilidad, la oferta de instrumentos crediticios para las pequeñas y medianas empresas creció de manera notable.

Las dificultades de acceso al crédito de las PyMes constituyen una falla de mercado habitual en países desarrollados. Esta falla es mas grave en países en desarrollo.

En Argentina las pequeñas y medianas empresas afrontan una serie de dificultades al momento de intentar acceder al crédito:

- Elevadas tasas de interés
- Largos trámites en el análisis de los créditos
- Evaluación sobre la base de patrimonios netos y no de proyectos
- Limitaciones para financiar capital de trabajo
- Requerimientos de garantías hipotecarios con alto margen de cobertura.

Desde el 2002, las empresas y en especial las PyMEs, necesitan solicitar fondos nuevos y la forma de su financiamiento ha cambiado. Clausurado el circuito tradicional a través de los bancos, el empresario PyME se ha visto en la necesidad de agudizar su ingenio para acceder al crédito. Al mismo tiempo, el sistema bursátil comenzó a tener un mayor protagonismo como alternativa de refugio de los ahorristas y para la asistencia a empresas.

En este escenario es donde se despliega con todo su potencial la oportunidad de abrir el Mercado de Capitales a las PyMEs. Este mercado, tradicionalmente considerado como un territorio reservado a las grandes compañías, se convirtió en una opción viable para las PyMEs. En seis años las emisiones de herramientas no tradicionales para el crédito, en especial los Fideicomisos Financieros, han registrado un crecimiento exponencial.

El giro hacia el Mercado de Capitales no es casual. El acceso al crédito bancario estaba sumamente restringido para muchas de estas compañías que raramente califican para un banco. En la Bolsa, si se trata de Fideicomisos Financieros en los que la empresa cede sus derechos de exportación o el flujo futuro de fondos, encontrarse con el capital sin intermediarios es más sencillo. Para las compañías, los Fideicomisos Financieros se convirtieron en un canal alternativo de financiamiento.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es quien oficia de árbitro entre los participantes del mercado. Su misión es regular, fiscalizar y controlar a los participantes del Mercado de Capitales, vigilando que sus operaciones cumplan con los principios y objetivos de las leyes y reglamentaciones vigentes.

Al mismo tiempo, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires está profundizando esfuerzos para acercar a las PyMEs al Mercado de Capitales. Acompañada por la Comisión Nacional de Valores, incorporó a sus series de normas un régimen simplificado para el acceso de las PyMEs y creó el Departamento PyME con la misión de asesorar a estas empresas sin costo, aconsejarlas sobre la mejor ingeniería financiera para sus proyectos y difundir entre ellas las diferentes posibilidades de financiación y nuevos instrumentos que tienen a disposición a través del Mercado de Capitales.

Se busca así mejorar las fuentes de financiamiento de las PyMEs, aprovechando las ventajas del Mercado de Capitales¹⁰. El objetivo es que las pequeñas y medianas empresas puedan acceder a los productos de financiación que cotizan en Bolsa de Comercio, obteniendo un financiamiento de menor costo y a mayor plazo.

Las PyMEs cuentan con las mismas alternativas de financiación que las grandes empresas pero bajo una modalidad de ingreso al mercado mucho más accesible.

Las principales alternativas de financiamiento en el Mercado de Capitales para las PyMEs son:

- Cotización (negociación) de cheque de pago diferido (sistema patrocinado y sistema avalado).
- Valor de Corto Plazo (VCP)
- Obligaciones negociables: Régimen ON PyMEs
- Oferta pública de acciones: Régimen Acciones PyME
- Titulización y fideicomisos: Fideicomisos individuales o colectivos, con tasa de interés a la que puede sumársele o no el certificado de participación.

Con el objetivo propuesto en este trabajo, solo se detalla a continuación las características de los Fideicomisos Financieros, dejando fuera del análisis al resto de las alternativas de financiamiento del Mercado de Capitales.

Los Fideicomisos:

- Las PyMEs actúan como fiduciarios.
- Las Sociedades de Garantía Recíproca actúan como avalistas de las PyMEs ante el inversor que adquiere los títulos de deuda.
- Un menor costo de financiamiento, específicamente en el caso de la titulización de activos en donde se financian activos “fuera de balance”, lo que evita la calificación del riesgo empresa (se califica el riesgo del activo cedido)
- Útil en el caso de actividades en las que participan diversos agentes (productores, proveedores, agentes financieros).
- Economías de escala en los costos de colocación (viable para PyMEs con una facturación > \$ 1,5 MM).

¹⁰ Ver Anexo D.2: Las Ventajas de cotizar en Bolsa.

Hay una modalidad que cabe explorar a las entidades financieras, agentes y sociedades de bolsa: es **la Titulización de créditos de las PyMEs**. Para ello se puede utilizar el Fideicomiso Financiero. Es el Fideicomiso Financiero el que ha crecido cada vez mas en su utilización para las empresas, están ligados a financiar el consumo de grandes cadenas, también apuntan a desarrollo inmobiliario e infraestructura.

En este caso, las PyMES como fiduciantes -una de las dos partes esenciales del contrato- pueden transferir derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda a favor de un fiduciario financiero -la otra parte esencial-, quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios adquirentes de valores negociables fiduciarios emitidos en el marco del Fideicomiso Financiero.

El importe neto de la colocación de los aludidos valores fiduciarios podrá entregarse a los fiduciantes como contraprestación por la transmisión por ellos efectuada; pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata y en efectivo de sus recursos.

El principal motivo por el cual las PyMEs incorporaron este tipo de financiación, es el bajísimo nivel de riesgo dado por la propia estructura del fideicomiso, que incluye una garantía otorgada por las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) Artículo 32 de la Ley de PyMEs N° 24.467 (B.O.: 28/03/95), de la cual las PyMEs resulten socios partícipes, como garante o avalista, y por el alto grado de atomización de los títulos, especialmente en el caso de los créditos de consumo.

La presencia de una SGR permite mejorar la calificación de riesgo de los valores negociables fiduciarios.

Por lo tanto, una manera de lograr este objetivo es prestar contra la garantía de activos con una liquidez mayor, es decir, flujos de fondos futuros, aislándolos del riesgo empresa.

Por fuera de los fideicomisos dedicados al consumo o los diseñados por los bancos para reducir su exposición al riesgo sector público, los especializados en agro también vienen creciendo fuerte. Los más novedosos son los armados por grupos de pequeños productores. Se los conoce como **Secupymes** y son organizados por una Sociedad de Garantía Recíproca. Los ruralistas ceden contratos de cosecha y a cambio reciben financiamiento para capital de trabajo. En estos casos existe una Sociedad de Garantía Recíproca que avala la operación. A diferencia de los fideicomisos de consumo, en los del agro el inversor ya no recibe una liquidación de renta mensual sino que cobra al finalizar el emprendimiento.

El enemigo principal de las sociedades comerciales es la desconfianza. Y contra ella hay que luchar. Los Fideicomisos Financieros bien operados y transparentes, son una herramienta adecuada para dar el gran paso.

El Rol de las Sociedades de Garantía Recíproca

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son empresas que proveen servicios financieros a las Pequeñas y Medianas Empresas. Tienen su origen en la Ley PyMe 24.467/95. Según el Artículo 32 de la citada ley, tienen por objeto facilitar el

acceso al crédito de las PyMEs a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Una SGR solo puede emitir avales a sus PyMes asociadas (Socios Partícipes) y a quienes se encuentran al día en sus obligaciones impositivas y provisionales. La PyMe debe otorgar garantías a favor de la SGR (contragarantías).

Las Sociedades de Garantía Reciproca han constituido un elemento importante para que las PyMEs accedan al financiamiento del Mercado de Capitales a través de distintos instrumentos, entre los que se destacan los Fideicomisos Financieros. Así se les facilita a las PyMe el acceso al crédito de mediano y largo plazo.

Una empresa tiene racionado el crédito cuando no puede obtener el dinero que solicita a pesar de estar dispuesta a pagar la tasa de interés vigente en el mercado. El racionamiento del crédito que enfrentan las pequeñas y medianas empresas dificulta su funcionamiento y crecimiento.

El origen del problema del racionamiento del crédito, esta dado sobre la existencia de asimetrías de información, que pueden dar lugar a selección adversa y/o riesgo moral.

Las Sociedades de Garantía Reciproca, conformadas por socios protectores y socios partícipes, apelan a un esquema de incentivos fiscales para el primer tipo de socios (los que aportan fondos), y busca una diversificación de riesgo. Las limitaciones impuestas al monto a otorgar por empresa, hacen que las grandes empresas no puedan competir por este instrumento. Es por ello que numerosas PyMEs han sido financiadas por este esquema en los últimos años y se estima un fuerte crecimiento en el corto y mediano plazo.

Las Sociedades de Garantía Reciproca mejoran las condiciones de crédito a obtener: mayor plazo, tasas mas bajas y mejoran el poder de negociación frente a las entidades de crédito.

La creación de las Sociedades de Garantía Reciproca, basada en el modelo español, constituye la mejor herramienta financiera que el Estado ha generado para apoyar a las PyMEs.

Las Sociedades de Garantía Reciproca se encuentran bajo la órbita de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional de la Nación.

IV-2-EVOLUCION DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA ARGENTINA

En Argentina los Fideicomisos han tenido mucha difusión, fundamentalmente los Financieros, a partir de la promulgación de la Ley 24.441 de 1995, estructurados para créditos hipotecarios de vivienda y para la actividad comercial con tarjetas y préstamos de consumo.

Es en los Estados Unidos de Norte América que a comienzos de 1970, a través de la securitización de activos, se consigue uno de los medios de financiamiento más importantes, el Fideicomiso Financiero.

Su uso sin embargo se va expandiendo rápidamente a nivel mundial, valga como ejemplo la titulización de ingresos por petróleo y telefonía en México, hipotecas en el Reino Unido, de tarjetas de crédito y préstamos al consumo en Francia y de arrendamientos en Japón.

Evolución de los Fideicomisos Financieros entre los años 1996-2001

A continuación, se realiza un análisis anual de la evolución de los Fideicomisos Financieros, detallando los acontecimientos más importantes de cada año y presentando las variables más representativas para cada período.

Al comenzar se presenta un breve análisis de la evolución de los Fideicomisos Financieros desde su lanzamiento (año 1995) hasta la llegada de la crisis acaecida a fines del 2001 en la Argentina. A saber:

El siguiente cuadro 1 presenta la evolución de los valores de emisiones y montos que presentan los Fideicomisos Financieros entre los años 1996 a 2001. El gráfico 1.1 y gráfico 1.2 corresponden al mismo cuadro.

Cuadro N° 1 : Evolución anual de los Fideicomisos Financieros, años 1996-2001.

Años	Emisiones			Montos (1)		
	Totales	Dólares	Pesos	Totales	Dólares	Pesos
1996	10	7	3	253,8	200,7	53,1
1997	28	23	5	937,0	816,0	121,0
1998	29	23	6	385,4	237,3	148,1
1999	30	21	9	1.191,5	1073,5	118,0
2000	43	23	20	2.706,0	2306,3	399,7
2001	33	17	16	3.054,8	2620,2	434,6
Total	173	114	59	8528,5	7301,1	1274,5

Fuente: elaboración propia en base a datos de la CNV, BCBA, IAMC.

(1) Nota: los Montos Totales están expresados en millones de dólares, el tipo de cambio es \$ 1 por dólar.

Gráfico N° 1.1: Evolución anual de los Fideicomisos Financieros

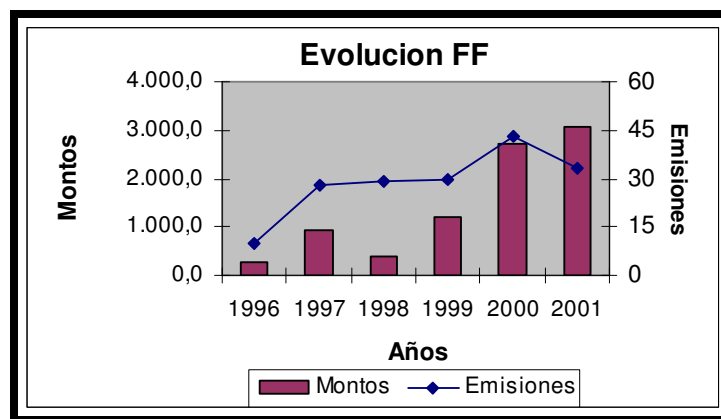
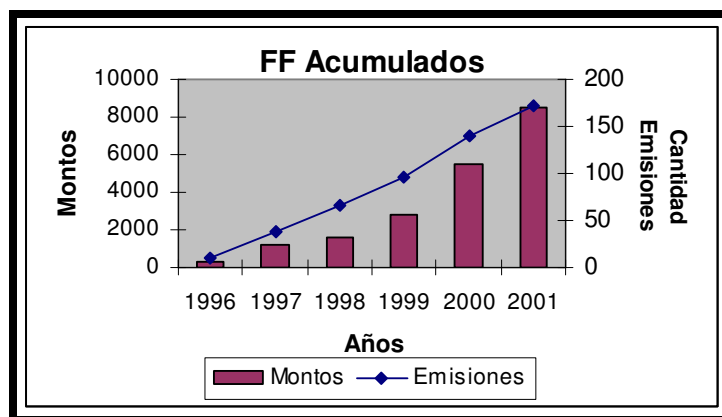


Gráfico N° 1.2: Evolución de los Fideicomisos Financieros Acumulados



La utilización del Fideicomiso Financiero fue en constante aumento desde el año 1996, cuando se lanzó la primera serie del Fideicomiso Financiero Consubond de la empresa Frávega y Banco Sáenz, que titulariza gran número de créditos personales otorgado por dicho Banco, vinculados a la compra de electrodomésticos.

Otro ejemplo que se puede citar es el Fideicomiso Financiero UBS Brinson de inversión forestal, por un monto cercano a los US\$ 24.4 millones y a un plazo de 10 años.

Experimentó un salto cuali-cuantitativo a partir del año 2002, causante de la cuasi eliminación de la oferta de crédito bancario bajo las formas tradicionales. Para confirmar esto es suficiente analizar los Fideicomisos Financieros autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y admitidos a la cotización por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) en el presente trabajo.

Desde 1996 hasta 2001 se percibe una tendencia creciente manifestada tanto en el número de contratos, que pasan de 10 a entre 30 y 40 por año, como en los montos que pasan de unos \$ 250,0 millones en 1996 a más de \$ 1.000,0 millones en 1999 y cerca de \$ 3.000,0 millones anuales en 2000 y 2001.

Un importante predominio de contratos (según los montos) denominados en dólares: 85,6% del total de los \$/U\$S 8.528,5 millones, emitidos entre el periodo 1996-2001.

Para el año 2001, la distribución de Activos Subyacentes se presenta en el cuadro 2:

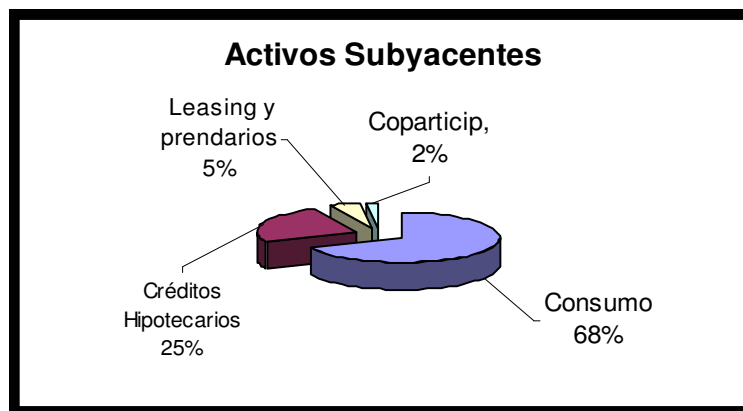
Cuadro N° 2: Activos Subyacentes

Activos Subyacentes	Montos (1)	%
Consumo	2.077,3	68
Créditos Hipotecarios	763,7	25
Leasing y prendarios	152,7	5
Coparticipacion	61,1	2
Total	3.054,8	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 2: Activos Subyacentes



Evolución de los Fideicomisos Financieros entre los años 2002-2008

El contexto acaecido a principios del 2002, luego de la crisis económica y financiera en la Argentina, fue el siguiente:

- Default
- Devaluación del peso
- Ruptura de la cadena de pagos
- Desaparición de las fuentes tradicionales de financiación
- Mercado de Capitales líquido, pero con pocas alternativas de inversión.

El siguiente cuadro 3 muestra los valores de emisiones y montos de Fideicomisos Financieros, producidos entre los años 2001 y el primer semestre del año 2008. Además

se exponen las variaciones anuales tanto de emisiones como de los montos, para conocer su evolución.

Cuadro N° 3: Evolución de los Fideicomisos, años 2001-2008¹¹

Años	Emisiones Totales	Emisiones Acumuladas	Var % Anual	Montos (1) Totales	Montos (1) Acumulados	Var % Anual
2001	33	33		3.054,8	3.054,8	
2002 (2)	8	41	-75,8	44,6	3.099,4	-98,5
2003	24	65	200,0	140,8	3.240,2	215,7
2004	78	143	225,0	577,4	3.817,6	310,1
2005	138	281	76,9	1.690,3	5.507,9	192,7
2006	197	478	42,8	2.438,9	7.946,8	44,3
2007	244	722	23,9	2.665,8	10.612,6	9,3
2008 (*)	102	824	-58,2	1.433,2	12.045,8	-46,2
Total	824			12.045,80		

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV, BCBA, IAMC.

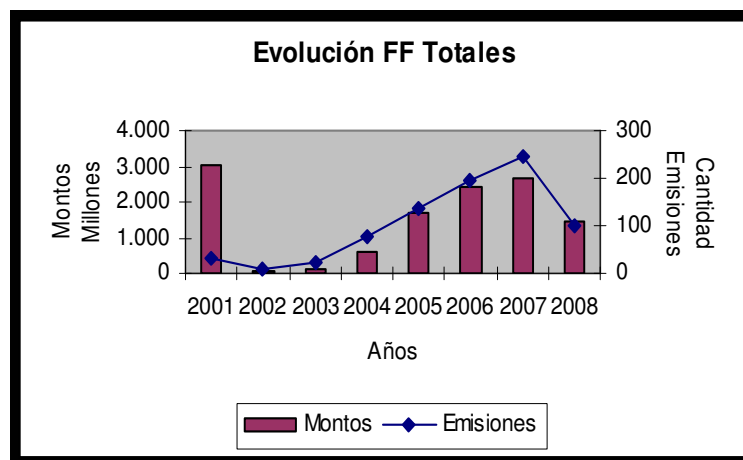
(1) Los montos totales como acumulados están expresados en millones de dólares.

(2) A partir de 2002, las emisiones en dólares fueron convertidas en pesos a la tasa de cambio de \$3 por dólar estadounidense.

(*) Los datos presentados incluyen el primer semestre 2008.

Los siguientes gráficos 3.1 y 3.2, muestran la evolución anual de los Fideicomisos Financieros y la evolución de los montos y las emisiones acumuladas a través de los años tomados para el análisis.

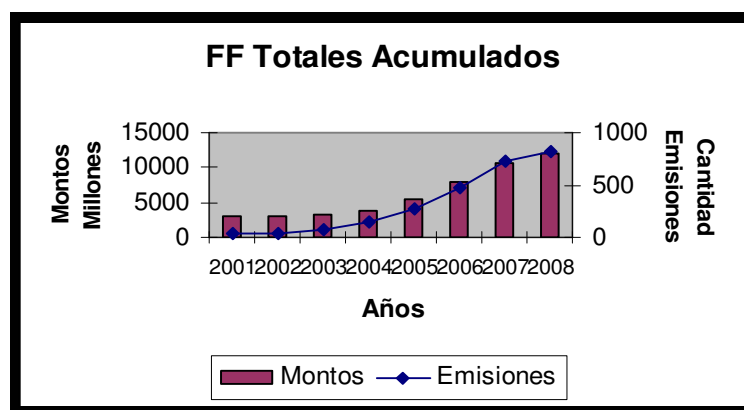
Grafico N° 3.1: Evolución anual de los Fideicomisos Financieros (FF)



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

¹¹ Ver Anexo C: Evolución Fideicomisos Financieros

Gráfico N° 3.2: Montos y Emisiones Acumuladas



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

A partir de aquí, comienza el análisis anual de la evolución de los Fideicomisos Financieros.

AÑO 2002:

Los Fideicomisos Financieros que estaban vigentes a principios de 2002 sufrieron los siguientes efectos:

- Los beneficiarios o titulares de créditos contra fideicomisos financieros que tenían como activos fideicomitidos **títulos públicos** (en moneda nacional o extranjera) declarados en “default” o depósitos bancarios, sufrieron las mismas incertidumbres, cambios en la moneda de denominación, demoras y pérdidas en su valor de mercado y valor presente neto, que los sufridas por los activos subyacentes.

- Los beneficiarios o titulares de créditos contra fideicomisos financieros que tenían como activos fideicomitidos **créditos en moneda extranjera** contra deudores privados, pueden no haber sufrido demoras en la amortización de sus créditos, pero sí sufrieron la pérdida de valor implícita en la conversión forzosa a pesos (a la tasa de 1 peso por dólar) dispuesta por el Decreto 214/2002 para todas las obligaciones denominadas en dólares sujetas a la ley argentina.

- Los beneficiarios o titulares de créditos contra fideicomisos financieros que tenían como activos fideicomitidos **créditos en pesos** contra deudores privados, pueden no haber sufrido demoras en la amortización de sus créditos, pero sí sufrieron la pérdida de valor implícita en la desvalorización de la moneda nacional.

Como se puede observar, salvo por el cumplimiento de los plazos pactados (allí donde no hubo “default” de los activos subyacentes), ningún fideicomiso financiero sujeto a la legislación nacional salió indemne en su valor real de la crisis de 2002.

El punto de despegue de los fideicomisos se dio en medio del caos en el que se encontraba envuelto el sistema bancario, tanto las entidades como las empresas que necesitaban financiamiento para su actividad y también los inversores que recelaban de los bancos, recurrieron a este instrumento, muy desarrollado en otros países y lograron convertirlo en una de las estrellas financieras de estos tiempos.

Ante la recuperación de la economía, y de la confianza de los inversores en las instituciones, el Fideicomiso Financiero recuperó la tendencia ascendente que tenía hasta el año 2001 en forma asombrosa.

La reconocida versatilidad del Fideicomiso Financiero es capaz de viabilizar una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las más disímiles necesidades, ya que el diseño de negocios con base en esta figura es prácticamente infinito.

Se suele afirmar que el contrato de Fideicomiso Financiero fue el instrumento financiero que más fortalecido salió de la última crisis económica y que por ese motivo goza actualmente de buena aceptación entre tomadores y colocadores de fondos. Es importante recordar que el objetivo de esta figura jurídica es acotar los riesgos de los proyectos y por ende, reducir los costos.

Se puede observar el crecimiento en la cantidad de emisiones por año, las cuales muestran un permanente aumento, a excepción del año 2002 cuando ocurriera el default de Argentina con las graves consecuencias que son de dominio público.

Durante el año 2002, la emisión de Fideicomisos Financieros fue por un total de 8 emisiones y un monto total de U\$S 44.6 millones. La distribución de los Activos Subyacentes fue la siguiente según el cuadro 4:

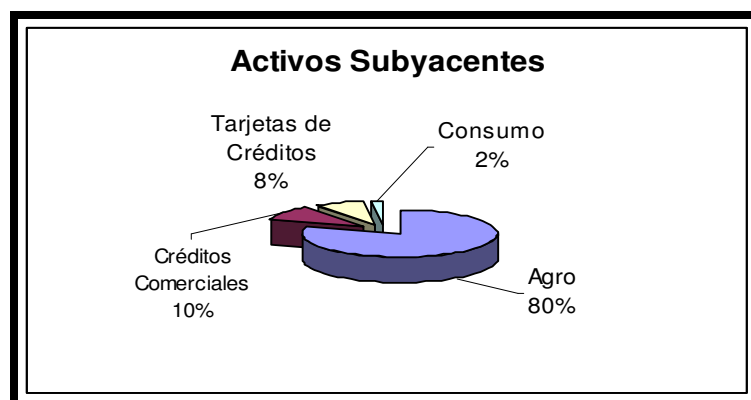
Cuadro N° 4: Activos Subyacentes

Activos Subyacentes	Montos(1)	%
Agro	35,8	80,3
Créditos Comerciales	4,4	9,9
Tarjetas de Créditos	3,5	7,8
Consumo	0,9	2,0
Total	44,6	100,0

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 4: Activos Subyacentes



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

AÑO 2003:

En el año 2003 la economía argentina volvió a crecer de modo importante, de acuerdo a estimaciones oficiales, el crecimiento se ubicaría cerca del 8% anual, justificado por el consumo, la inversión y las exportaciones.

Las emisiones totales para el año sumaron 24, un 200% por encima de los guarismos del año anterior, y con respecto a los volúmenes en dólares, los U\$S 140.8 millones, representan un incremento del 316%. En relación a los totales acumulados desde el 2001, tanto de emisiones como de montos, representan 65 y U\$S 3.240.2 millones, respectivamente.

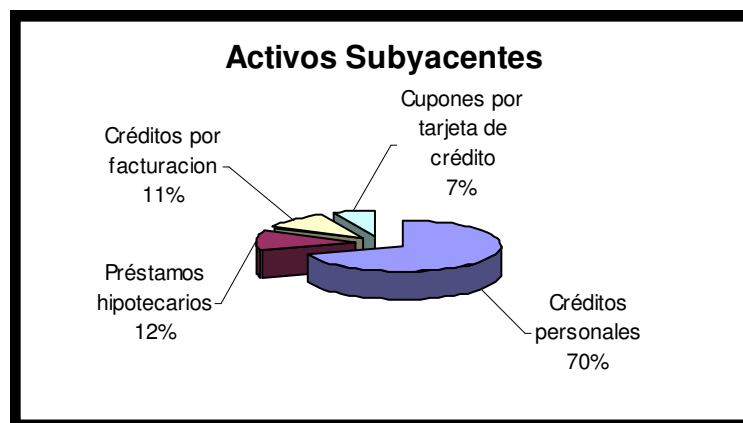
El siguiente cuadro 5 y gráfico 5, presentan la distribución que tuvieron los Fideicomisos Financieros según sus Activos Subyacentes:

Cuadro N° 5: Activos Subyacentes

Activos Subyacentes	Montos(1)	%
Créditos personales	315,7	70
Préstamos hipotecarios	54,1	12
Créditos por facturación	49,6	11
Cupones por tarjeta de crédito	31,6	7
Total	140,8	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.
(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 5: Activos Subyacentes



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Con respecto a los fiduciarios con mayor participación durante el mismo año, se puede destacar la presencia del Banco de Valores SA., con el 78% y el Banco Patagonia con el 7%.

Las tasas de los bonos señor en pesos, oscilaron entre el 7 y el 8 %.

Con respecto a los plazos de emisión (duration), oscilaron entre los 2.91 y 5.73 meses.

AÑO 2004:

Por segundo año consecutivo la economía argentina registró un crecimiento superior al 8% anual (8.8%), impulsado principalmente por el consumo y la inversión.

El desempeño de la actividad económica contrastó en cierta forma con la confianza de los inversionistas acerca de la evolución futura de la economía.

El sector de la construcción fue uno de los sectores que mostró fuertes subas en el nivel de actividad e hizo uso de los Fideicomisos Financieros para su financiación.

La cantidad de emisiones se ubicó en 78 a lo largo del año, valor que representa algo más del 320% en relación al año pasado y el acumulado es de 143 emisiones. El monto correspondiente es de U\$S 577.4 millones.

Si se compara el año 2004 con respecto al 2003, los montos involucrados tuvieron un crecimiento mayor al 390 %.

En cuanto a los montos, la operación típica de 2004 ha sido de \$ 20 millones, habiéndose casos excepcionales de hasta \$ 50 millones. El monto acumulado asciende a U\$S 3.817.6 millones.

El siguiente cuadro 6 y gráfico 6, presentan la distribución que tuvieron los Fideicomisos Financieros según sus Activos Subyacentes:

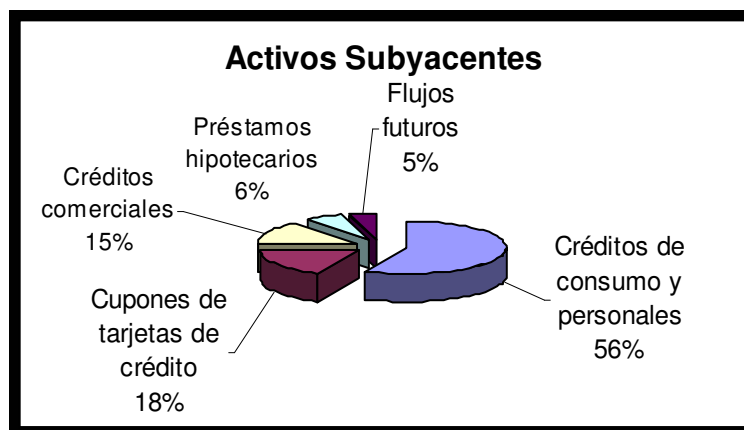
Cuadro N° 6: Activos Subyacentes

Activos Subyacentes	Montos (1)	%
Créditos de consumo y personales	323,3	56
Cupones de tarjetas de crédito	103,9	18
Créditos comerciales	86,6	15
Préstamos hipotecarios	34,6	6
Flujos futuros	28,9	5
Total	577,4	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 6: Activos Subyacentes



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Durante el 2004 los créditos de consumo y personales, los cupones de tarjetas de crédito y los créditos comerciales, lideraron nuevamente el ranking de activos titularizados, superando el 89% del monto de los activos fideicomitidos totales.

El rendimiento de los Fideicomisos Financieros para este año osciló entre el 6.25 y 10.4 % a una tasa nominal anual.

El plazo típico de las operaciones realizadas en pesos en 2004 ha sido de 12 meses. Excepcionalmente, cuando las obligaciones del contrato se han denominado en moneda extranjera o cuando se ha introducido el ajuste por variación de precios (CER)¹², los plazos se han podido extender hasta un máximo de cinco años.

AÑO 2005:

En 2005, y continuando con el comportamiento evidenciado en periodos anteriores, el sistema financiero argentino presentó durante los primeros meses una evolución que, en líneas generales, se puede considerar positiva. A tres años de la devaluación, gran parte de la población continua renuente a atesorar la totalidad de sus excedentes monetarios en instituciones bancarias o a través de activos financieros, en su lugar, los inmuebles, y en menor medida otros bienes como los automotores, a suplido a los depósitos a plazo fijo como instrumentos de ahorro. Como consecuencia directa a ello, la economía nacional continua operando con un altísimo grado de liquidez.

El Fideicomiso Financiero fue el instrumento que mostró mayor crecimiento durante el año, tanto en cantidad de emisiones como en el volumen emitido, comparando con otras fuentes de financiamiento en especial acciones y deuda. El crecimiento en la cantidad de emisiones y el volumen emitido fue exponencial: dan cuenta en forma objetiva y elocuente los números: las emisiones sumaron 138 contra 78 del año anterior y se emitieron U\$S 1.690,3 millones durante el presente año contra los U\$S 577,4 millones del 2004. De esta forma, triplicó la suma alcanzada en 2004. El

¹² Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER): está compuesto por la tasa de variación diaria obtenida de la evolución mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

valor acumulado para emisiones y montos es de 281 y U\$S 5.507,9 millones, respectivamente. 57 empresas fueron las emisoras de los Fideicomisos Financieros.

El siguiente cuadro 7, presenta la distribución que tuvieron los fideicomisos según sus Activos Subyacentes y a continuación se muestra su gráfica correspondiente:

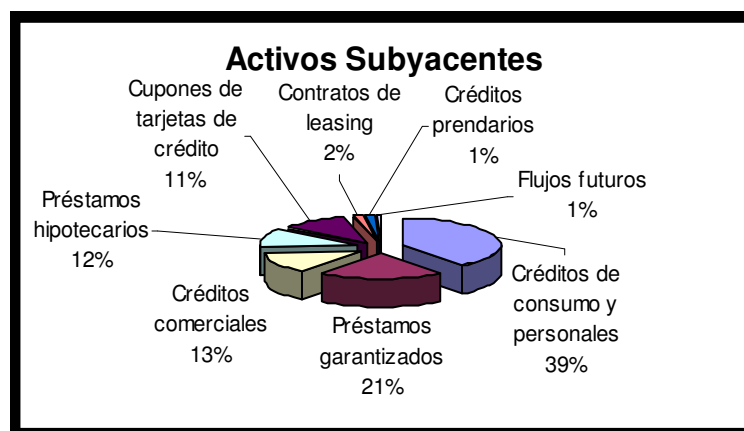
Cuadro N° 7: Activos Subyacentes

Activos Subyacentes	Montos (1)	%
Créditos de consumo y personales	659,2	39
Préstamos garantizados	355,0	21
Créditos comerciales	219,7	13
Préstamos hipotecarios	202,8	12
Cupones de tarjetas de crédito	185,9	11
Contratos de leasing	33,8	2
Créditos prendarios	16,9	1
Flujos futuros	16,9	1
Total	1.690,3	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 7: Activos Subyacentes



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Durante el 2005 los créditos de consumo lideraron nuevamente el ranking de activos titulizados, superando el 70% del monto de los activos fideicomitados totales. Los nuevos activos securitizados durante este mismo año fueron los préstamos garantizados y los contratos de leasing nominados en pesos.

Los inversores que tuvieron mayor participación en las emisiones primarias de securitizaciones fueron: como inversores institucionales las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), los bancos, las compañías de seguros y Fondos

Comunes de Inversión. Como inversores privados, las empresas con excedentes financieros y las personas físicas clientes de la banca privada.

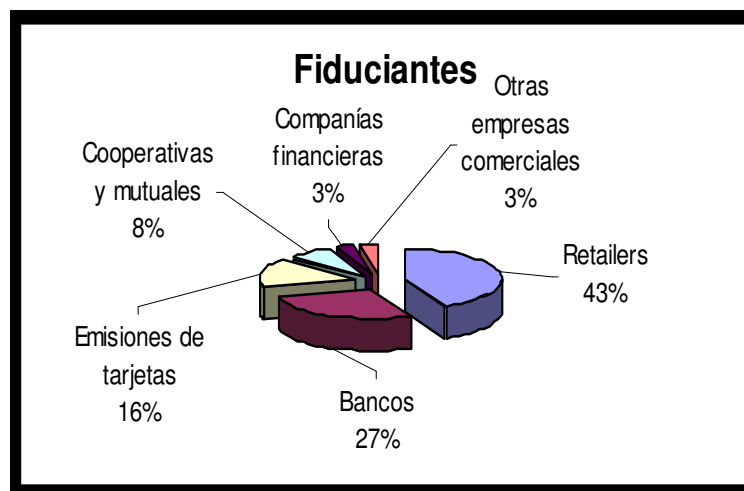
Los fiduciantes que más han utilizado la herramienta han sido los retailers (comercios de venta minorista), responsables del 43% de las emisiones de series que representaron el 29% del monto total emitido durante el año. Mientras que el 53% del monto total emitido correspondió a los bancos. El cuadro 8 y su respectivo gráfico, exponen la situación de las emisiones de series.

Cuadro N° 8: Fiduciantes según las series emitidas

Fiduciantes	%
Retailers	43
Bancos	27
Emisiones de tarjetas	16
Cooperativas y mutuales	8
Compañías financieras	3
Otras empresas comerciales	3
Total	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Gráfico N° 8: Fiduciantes según las series emitidas



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Con respecto a los fiduciantes con mayor participación en la emisión de series de fideicomisos durante este año, se pueden destacar el Banco Saenz SA, Tarshop SA, Garbarino SA y Compumundo, el Banco Galicia y Buenos Aries SA y finalmente Citibank SA sucursal Argentina.

El cuadro 9 y su respectivo gráfico, exponen la situación de los montos emitidos:

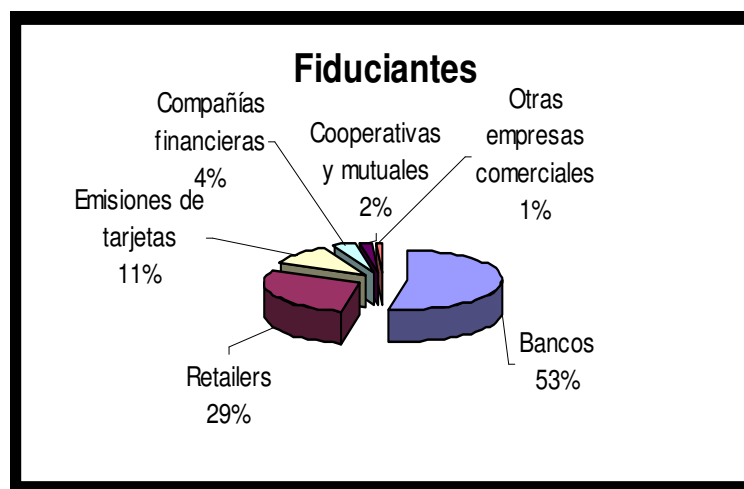
Cuadro N° 9: Fiduciantes según los montos emitidos

Fiduciantes	Montos (1)	%
Bancos	895,9	53
Retailers	490,2	29
Emisiones de tarjetas	185,9	11
Compañías financieras	67,6	4
Cooperativas y mutuales	33,8	2
Otras empresas comerciales	16,9	1
Total	1.690,3	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, IAMC, BCBA.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 9: Fiduciantes según los montos emitidos



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Durante el año 2005 tuvieron un gran crecimiento las emisiones de fiduciantes localizados en el interior del país, participando en casi un 50% del total de las series emitidas. Sin embargo considerando los montos de las transacciones, siguen teniendo un fuerte protagonismo los emisores de la capital federal, a quienes corresponde el 74% de los montos emitidos a lo largo del año.

Con respecto a los fiduciarios con mayor participación durante este año (son aquellos que administran los fideicomisos), los bancos llevan el 93%, y se puede destacar el Banco de Valores, el Banco Patagonia, Equity Trust Company Arg SA, el

Deutsche Bank y finalmente Rosario Fiduciaria SA, donde prácticamente la totalidad son bancos, que han optado por el Fideicomiso Financiero como alternativa de inversión.

La distribución según los tipos de inversores para este año fue la siguiente: los bancos tomaron el 60%, las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones el 8%, los Fondos Comunes de Inversión un 3% y el 29% restante corresponde a Compañías de seguros, empresas, personas físicas e inversores extranjeros.

Las tasas de los bonos (clase Senior, en pesos, a tasa fija) que a principios de año estaban en niveles del 6% y 7%, se consolidaron a fin de año en valores cercanos entre el 12% y 13% anual, para fideicomisos con calificación de riesgo AA o superior y de plazos promedio inferior a los 6 meses. Las tasas en dólares están cerca del 7% y la tasa BADLAR tiene un spread de 350 a 500 puntos básicos, asegurando un mínimo del 9 % y un máximo del 18%.

Con respecto a los plazos de emisión (duration), el 58% de los fideicomisos se emitió a menos de 18 meses y que el 5% lo fue a mas de 5 años, siendo el promedio a lo largo del año de 11 meses.

AÑO 2006:

El año 2006 se caracterizó por presentar nuevamente un elevado y constante crecimiento de la economía, que ronda los 8.5% anual, marcando así un record de cuatro años consecutivos con tasas de crecimiento superiores al 8.5%.

Uno de los hechos más relevantes, fue la cancelación anticipada de la deuda con el FMI, en enero de este año.

El incremento del nivel de actividad durante el 2006 estuvo impulsado por el consumo y por la inversión, a saber, el crecimiento del consumo y de la inversión, explican más del 90% del incremento del producto de la economía.

Unos de los sectores que más se destacó, nuevamente, por su evolución a lo largo de año, fue el de la construcción, que observó un incremento respecto al año anterior, superior al 15.3% y el cual también se financió por medio de contratos de Fideicomisos Financieros.

La cantidad de emisiones totales para este año asciendo a 197, lo que representa un constante aumento desde la crisis del 2001, y significa un aumento porcentual del 42.7% en relación al año precedente. El monto total es de US\$ 2.438.9.

El acumulado de emisiones y montos es de 478 y U\$S 7.946.8, respectivamente. En su mayoría, fueron las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJP) y los bancos los principales tenedores de títulos de Fideicomisos Financieros. De esta manera, el 2006 habría concluido con cifras record de emisiones, equivalentes al 31% de las de la última década.

A finales de noviembre se fue aprobado el primer Fideicomiso de Infraestructura, denominado Gas I, para financiar la expansión de gasoductos.

Se trata de un título a 8 años de plazo, que tiene una retribución basada en la tasa BADLAR (tasa que surge de la encuesta de referencia para depósitos de mas de \$ 1 millón) mas un spread, cuya fuerte demanda por este fideicomiso está en manos de inversores locales como internacionales.

El siguiente cuadro 10 y el gráfico 10, presentan la distribución que tuvieron los fideicomisos según sus Activos Subyacentes.

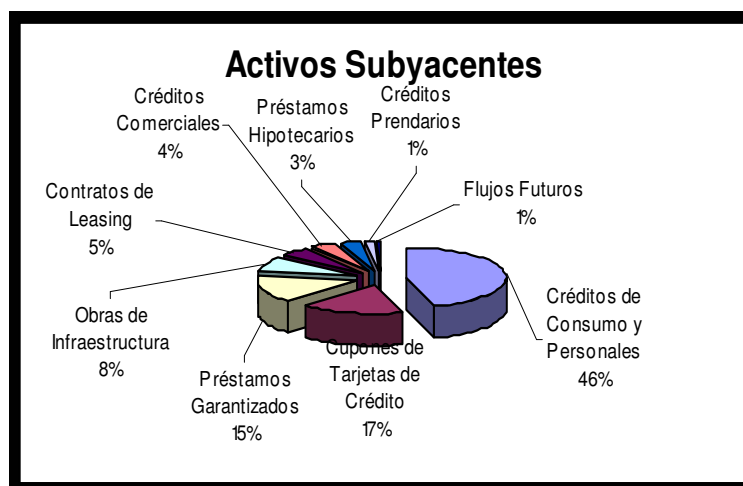
Cuadro N° 10: Activos Subyacentes

Activos subyacentes	Montos (1)	%
Créditos de Consumo y Personales	1.121,9	46
Cupones de Tarjetas de Crédito	414,6	17
Préstamos Garantizados	365,8	15
Obras de Infraestructura	195,1	8
Contratos de Leasing	121,9	5
Créditos Comerciales	97,6	4
Préstamos Hipotecarios	73,2	3
Créditos Prendarios	24,4	1
Flujos Futuros	24,4	1
Total	2.438,9	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 10: Activos Subyacentes



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Como se puede observar, el factor de este crecimiento sigue ligado a los créditos de consumo y personales y cupones de tarjetas de créditos, que se llevan el 63% de la torta.

En cuanto a los destinos de los fondos captados por los fideicomisos, más del 50% de los fondos en pesos tienen como destino créditos para el consumo, solo el 8% se destina a infraestructura. En cuanto a los fondos en dólares, los destinos están mas asociados a los sectores productivos puesto que mas del 50% de los mismos se destina a financiamiento de exportaciones PyME y a financiamiento del sector agrícola.

La situación planteada, se refleja en los siguientes cuadros:

Cuadro N° 11.1: Destino de fondos en pesos:

Destino	%
Consumo	54
Tarjeta de Crédito	18
Préstamos Garantizados	15
Infraestructura	8
Inmobiliario/Hipotecario	5
Total	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Cuadro N° 11.2: Destino de fondos en dólares:

Destino	%
Fin. Exp PyMEs	38,3
Agrícola	27,5
Créditos Comerciales	17,5
Derechos de cobro	8,6
Fin. Exp	6,4
Inmobiliario/Construccion	1,7
Total	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

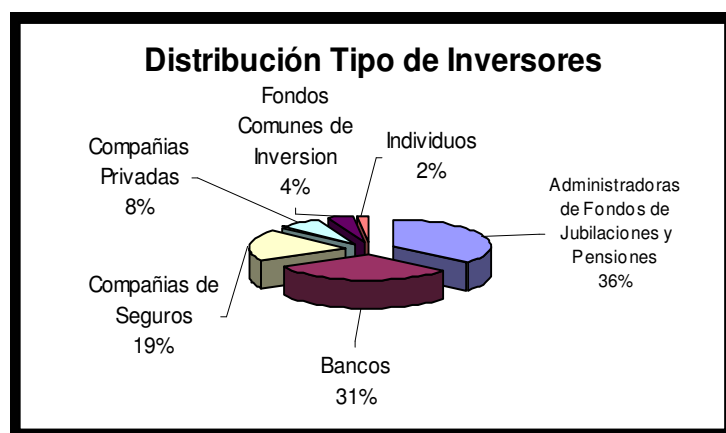
La adjudicación promedio de los bonos Senior de los Fideicomisos Financieros se representa a través del siguiente cuadro y su respectivo gráfico:

Cuadro N° 12: Distribución por Tipo de Inversores:

Tipo de Inversores	%
Adm. Fondos de Jub. y Pen. (AFJP)	36
Bancos	31
Compañías de Seguros	19
Compañías Privadas	8
Fondos Comunes de Inversion	4
Individuos	2
Total	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Gráfico N° 12: Distribución por Tipo de Inversores



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Hubo además un total de 75 empresas emisoras de Fideicomisos Financieros, lo cual representa un incremento de mas del 32% en relación al año anterior. Un dato a resaltar es que para el periodo analizado, existe una sobredemanda promedio de 1.5 en la demanda de bonos Señor en la emisión de Fideicomisos Financieros.

Para títulos con una duration superior a los 6 meses, los inversores demandan cupones variables sobre tasas BadLAR de bancos privados mas un spread a determinar según el perfil de la operación.

Con respecto a las tasas fijas de rendimiento, en pesos, para este año, oscilan entre el 10.7% y 14.3%, correspondiéndose con plazos (durations) entre los 5 y 18 meses. Se destaca una colocación mayor a los 28 meses con una tasa de rendimiento en pesos cercana al 16%. La tasa BADLAR tiene un spread de 350 a 600 puntos básicos, asegurando un mínimo del 12.5 % y un máximo del 18 % tasa nominal anual. En tanto que para operaciones en dólares la tasa está alrededor del 8%.

El desafío que se plantea para el año próximo es construir las condiciones que potencien decisiones de inversión de más mediano y largo plazo.

AÑO 2007:

El nivel de actividad de la economía argentina creció por quinto año consecutivo durante el 2007, conformando así el período mas largo de aumento del PIB de los últimos treinta y cinco años, este incremento se explica en su mayor parte por el comportamiento del consumo e inversión, que ambas variables subieron considerablemente.

Este escenario, dio lugar a un importante crecimiento en los montos invertidos por los Fondos de Jubilaciones y Pensión e inversores minoristas, quienes eligieron a los Fideicomisos Financieros como vehículo para la inversión.

El Mercado de Capitales ha continuado y afianzado una tendencia muy notoria desde la crisis del 2001: el de proveer financiamiento empresario a través del amplio abanico de instrumentos disponibles tales como lo son las obligaciones negociables, los cheques de pago diferido y en especial los Fideicomisos Financieros.

Como viene sucediendo desde hace ya cinco años, la emisión de Fideicomisos Financieros continua creciendo. Durante 2007 se colocaron 244 fideicomisos por un total de U\$S 2.665,8 millones, la cifra más alta desde su surgimiento en 1996. El total acumulado de emisiones y montos es de 722 y U\$S 10.612.6 millones.

El análisis de evolución de los fideicomisos llevado hasta el momento, revela que las emisiones de Fideicomisos Financieros crecieron con muy buen dinamismo en los últimos 11 años, acumulando 862 emisiones y montos superiores a los \$ 37.612 millones.

Este crecimiento se debió principalmente a la flexibilidad y facilidad de instrumentación que poseen los Fideicomisos Financieros, para bancos y empresas, con respecto a otros instrumentos de la misma clase.

El siguiente cuadro 13 y su gráfico, presentan la distribución que tuvieron los fideicomisos según sus Activos Subyacentes:

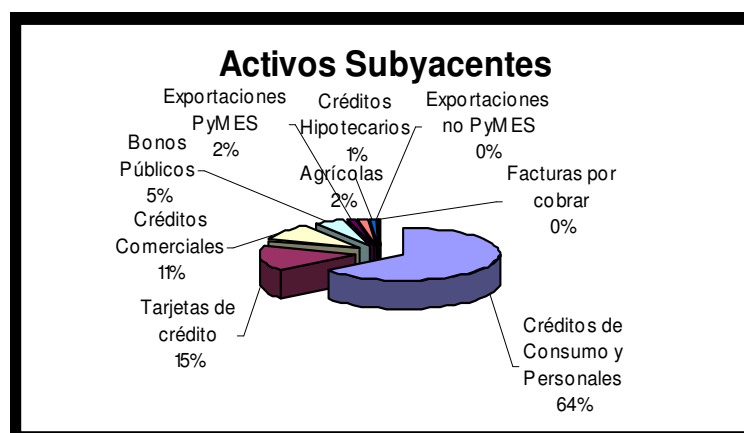
Cuadro N° 13: Activos Subyacentes

Activos Subyacentes	Montos (1)	%
Créditos de Consumo y Personales	1.714,11	64,3
Tarjetas de crédito	407,87	15,3
Créditos Comerciales	285,24	10,7
Bonos Públicos	130,62	4,9
Exportaciones PyMES	45,32	1,7
Agrícolas	39,99	1,5
Créditos Hipotecarios	23,99	0,9
Exportaciones no PyMES	13,33	0,5
Facturas por cobrar	5,33	0,2
Total	2.665,80	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

Gráfico N° 13: Activos Subyacentes



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Los fideicomisos de consumo representan el 89 % del total emitido durante 2007, incluyen créditos de consumo y personales, tarjetas de créditos y créditos comerciales. No obstante ello, hay otros sectores que en este entorno de crecimiento, se espera continúen incrementando su participación, para lograr el complemento entre el mercado de capitales y la economía.

Por ello, existe la expectativa de que los fideicomisos de hipotecas, de financiación de exportaciones, los fideicomisos agrícolas entre otros, incrementen su participación en el mercado para permitir el financiamiento de la economía real por parte de inversores individuales, inversores institucionales y otros participantes del mercado.

La evolución de las tasas fijas promedio ponderadas por el monto colocado de los títulos Senior de fideicomisos en pesos a corto y mediano plazo se presenta en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 14: Tasas promedio ponderadas

Meses	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Tasa (%)	11,0	10,4	10,5	9,6	9,9	10,2	10,7	15,1	20,7	18,5	18	18,2

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Para las tasas variables BADLAR, el spread está entre los 350 y 650 puntos básicos, asegurando un rendimiento mínimo del 15 % y un máximo del 27% nominal anual.

El 50% de los fideicomisos en dólares emitidos tuvo como garantía créditos comerciales de la actividad agrícola y el otro 50 tiene como activo subyacente inmuebles y sus respectivas rentas.

Respecto a los plazos de emisión, el 45.2% fue colocado a corto plazo (hasta 1 año), el 50.5% a mediano plazo (entre 1 y 5 años) y el 4.3% restante a largo plazo (más de 5 años).

AÑO 2008:

A seis años de la mayor crisis económica de la historia argentina, el sistema financiero goza de buena salud. Sobra liquidez. Con el consumo como principal impulsor, las alternativas hoy parecen concentrarse casi exclusivamente en los fideicomisos y el leasing en forma incipiente

Los Fideicomisos Financieros continuaron creciendo este año porque continúan siendo una figura de financiamiento a largo plazo más accesible que los créditos bancarios. Pero la incertidumbre que reina en la economía acentuó las emisiones que financian el consumo y provocó el aumento de las tasas de rentabilidad. En los primeros seis meses del 2008 ya se concretaron otras 102 emisiones, acumulando un total desde el año 2002 de 824.

La gran composición de préstamos para el consumo resalta en el análisis de los fideicomisos por activo subyacente. En el primer semestre de este año, ha disminuído la variedad de activos subyacentes que respaldan las emisiones respecto del año pasado.

En lo que va de este año, el siguiente cuadro 15 y su gráfico, presentan la distribución que tuvieron los fideicomisos según sus Activos Subyacentes:

Cuadro N° 15: Activos Subyacentes

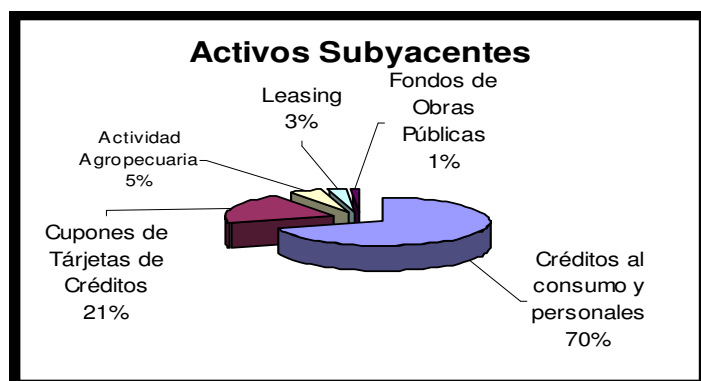
Activos Subyacentes	Montos (1)(*)	%
Créditos al consumo y personales	1.003,2	70
Cupones de Tárjetas de Créditos	301,0	21
Actividad Agropecuaria	71,7	5
Leasing	43,0	3
Fondos de Obras Públicas	14,3	1
Total	1.433,2	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en millones de dólares.

* Datos presentados incluyen el primer semestre 2008.

Gráfico N° 15: Activos Subyacentes



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Continúa la tendencia observada el año anterior en la composición de los fideicomisos: para ese mismo año suma un 89% y es de 91% las emisiones efectuadas que tienen por objeto financiamiento del consumo (créditos de consumo y personales y cupones de tarjetas de créditos) para este año.

En tanto que, el año pasado se habían colocado Fideicomisos Financieros que este año no se ven, tal es el caso de los fideicomisos para las exportaciones o hipotecarios.

El "efecto campo" profundizó la tendencia al financiamiento del consumo en desmedro de las actividades agrícolas o los créditos hipotecarios. Los fideicomisos agrarios están parados, no están saliendo por la incertidumbre de precios. Es evidente que esta incertidumbre generada por el conflicto con el campo se reflejó en una marcada disminución en las emisiones.

El rendimiento esperado en pesos, a tasa fija, para fideicomisos entre 3 y 6 meses de duration fue entre 12 y 16,26% en promedio. En cambio, para tasas variables BADLAR, el spread es de 375 a 500 puntos básicos, asegurando un mínimo de 17 % y un máximo del 27 % nominal anual.

En cuanto a plazos todavía predominan los períodos cortos, mayoritariamente de 90 a 180 días. Sin embargo, a medida que la actividad crece y su operatoria genera confianza, los plazos se van alargando con *durations* que llegan a los 12 meses.

A pesar del conflicto del campo y la crisis financiera internacional, el consumo y la actividad económica, todavía están creciendo a buen ritmo. Continúa la confianza pese a la coyuntura adversa, habrá Fideicomisos Financieros ligados al consumo, pero también se han anunciado fideicomisos de infraestructura, vinculados a ejecución de obra pública municipal.

IV.3-EVOLUCION DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS PARA PYMES

Es conocida la importancia que han tenido y tienen las empresas PyMEs en el desarrollo económico de diversos países.

Tal es el caso de Estados Unidos de Norteamérica, Alemania, Francia e Italia, en la Unión Europea y Brasil, Venezuela, Colombia y Costa Rica en América Latina, entre otros.

Las PyMEs juegan un rol fundamental en el desarrollo y sustento económico de nuestro país, producto de su importancia como generadora de empleos, y por el efecto multiplicador que esto genera en el consumo, la inversión y la actividad económica en general.

En la Argentina, las micro, pequeñas y medianas empresas explican el 78% del empleo, el 67% del valor agregado y el 40% del PBI, este fenómeno lejos de ser meramente nacional se registra también en los países desarrollados, donde por ejemplo en EEUU explican el 54% del empleo y 48% del producto, Alemania el 66% y el 35%, en Italia el 49% y 41% respectivamente.

Según el último censo económico existen aproximadamente 1.000.000 de PyMEs en la Argentina

Las ventajas que poseen las PyMEs en comparación a las Grandes Empresas son:

- Rápida identificación de cambios en el entorno
- Capacidad de adaptación (flexibilidad)
- Mayores generadores de empleos x \$ invertido
- Fácil creación, instalación y manejo
- Fortalecen el desarrollo regional

Pero también tienen sus desventajas, estas son:

- El Financiamiento
- La Escala
- La Carga Impositiva
- Las Cargas Previsionales
- La Innovación Tecnológica
- La Capacitación
- El Acceso a Mercados
- La Información

Entre los problemas que adolecen estas empresas, se reconoce ampliamente que el financiamiento, sobre todo, es uno de los mas relevantes para su desarrollo.

La pretensión de crecer solamente reinvertiendo las utilidades, puede acarrear algunas desventajas competitivas que terminarán disminuyendo las posibilidades de sustentabilidad del negocio. Sin embargo, el sector PyME padece de una crónica falta de financiamiento que le impide aprovechar al máximo las oportunidades y maximizar su desarrollo. Tradicionalmente el sector se ha financiado con alguna de estas fuentes

de fondos:

- capital propio y/o inversores privados;
- préstamos bancarios;
- programas promovidos por el sector público; y
- operaciones del Mercado de Capitales.

Habitualmente el propio accionista/emprendedor ha sido quien más ha confiado en los proyectos de su PyME. La mayoría de los proyectos de las PyMEs se han financiado exclusivamente con fondos de sus promotores. En ciertos casos, algunos inversores privados han brindado apoyo. Estos inversores, representados por familiares y conocidos, mucho difieren del sector privado que apoya a las PyMEs en países desarrollados. Allí, diversos inversores confluyen en fondos de inversión, entidades de promoción, etc., con el objetivo de apoyar emprendimientos de poca escala pero alto potencial.

El sistema financiero ha representado la segunda fuente de financiamiento del sector PyME. Los principales bancos públicos y privados nacionales han dedicado esfuerzos a apoyar este sector. A través de instrumentos atractivos como leasings, warrants o factoring, han puesto a disposición atractivos esquemas de financiamiento. Sin embargo las crisis hicieron que este apoyo desaparezca cuando más se necesitaba generando cierto desapego desde el sector PyME hacia el financiero. Al mismo tiempo, la escasa escala de los proyectos PyME frente a los de grandes empresas, hicieron que las entidades opten por estos últimos.

El sector público a través de diversos programas de promoción ha intentado brindar cierto apoyo al sector. Sin embargo los plazos de aprobación y desembolso efectivo de los fondos, frente a los tiempos manejados por las PyME, ha llevado a que pocos sean los proyectos apoyados efectivamente.

En el cuarto y último lugar del esquema de financiamiento está el Mercado de Capitales, que brinda interesantes instrumentos: obligaciones negociables; fideicomisos o securitizaciones; oferta pública de acciones; y cotización de cheques de pago diferido.

De estos instrumentos de financiamiento, se analizarán las securitizaciones por medio de los Fideicomisos Financieros que proveen financiamiento a las pequeñas y medianas empresas para el mediano y largo plazo en la Argentina.

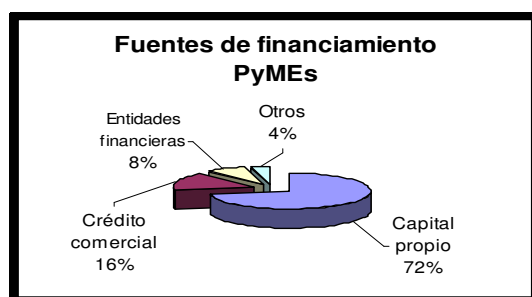
En principio, entre 1996 y 2001, el financiamiento con el que operan las PyMEs en la Argentina estuvo conformado de la siguiente manera, según el cuadro 16 y gráfico 16:

Cuadro N° 16: Distribución del Financiamiento

Fuente	%
Capital propio	72
Crédito comercial	16
Entidades financieras	8
Otros	4
Total	100

Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Gráfico N° 16: Distribución del financiamiento



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV, BCBA, IAMC.

Se puede observar como las PyMEs se financian en un alto porcentaje con fondos propios o autofinanciamiento que se origina en la reinversión de sus utilidades.

La reconocida versatilidad del Fideicomiso Financiero es capaz de viabilizar una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las mas disímiles necesidades, ya que el diseño de negocios con base a esta figura es prácticamente infinito.

Evolución de los Fideicomisos Financieros como financiamiento PyME

Los montos y los porcentajes pueden diferir en relación a otros estudios relacionados, ya que los datos fueron tomados tanto desde el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), como de la Comisión Nacional de Valores (CNV), organismos que tienen diferentes métodos de medición.

En el siguiente cuadro 17 se presenta la evolución de los Fideicomisos Financieros otorgados a las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), representado en el gráfico 17:

Cuadro N° 17: Evolución de los Fideicomisos Financieros para PyMEs en el periodo 2001-2008¹³:

Años	Montos (1) Totales	Var %	Montos Acumulados
2001	6.313.776		6.313.776
2002	1.350.000	-79	7.663.776
2003	9.312.811	590	16.976.587
2004	24.051.835	158	41.028.422
2005	70.359.486	193	111.387.908
2006	102.523.611	46	213.911.519
2007	166.302.646	62	380.214.165
2008(*)	68.319.834	-59	448.533.999
Total	448.533.999		

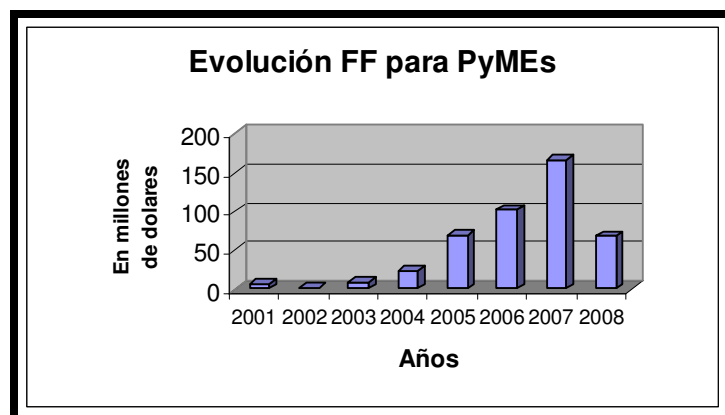
Fuente: Elaboración propia, con datos del CNV, BCBA, IAMC.

(1) Los montos están expresados en dólares estadounidenses.

* Para el año 2008, se incluye solo el primer semestre.

¹³ Ver Anexo D.3: Evolución de los Fideicomisos Financieros para PyMEs.

Gráfico N° 17: Evolución de los Fideicomisos Financieros para PyMEs



Fuente: Elaboración propia, con datos del CNV, BCBA, IAMC.

A partir de aquí, comienza el análisis anual de la evolución de los Fideicomisos Financieros que financiaron a las pequeñas y medianas empresas:

AÑO 2001

Recién fue para fin de año, que las pequeñas y medianas empresas se financiaron a través de los Fideicomisos Financieros y fue por un monto de U\$S 6.313.776.

Este monto pertenece a un fideicomiso de consumo, **Bonesi I**: el fiduciario es el Banco Patagonia SA, se trata de créditos originados por el fiduciante, derivados de la venta de electrodomésticos.

AÑO 2002

Las PyMEs se financiaron este año con algo mas de U\$S 1.350.000, perteneciente a un solo Fideicomiso Financiero. En relación al año pasado, la caída fue cercana a los U\$S 5 millones, que representa una disminución del 79% y la principal causa fue la crisis económica, financiera, política y social, acaecida a fines del 2001.

La emisión correspondió a un Fideicomiso Financiero que se denominó **Secupyme I**: se trata de financiación de exportaciones para PyMEs, en la que el Banco de Valores SA figura como fiduciario. La financiación fue de Letras de cambio libradas por PyMEs agropecuarias, boletos de compraventa de arroz a un exportador y el derecho de cobro sobre las exportaciones del exportador. El contrato fue en dólares y el tipo de cambio es de \$ 3.51 por cada dólar.

AÑO 2003

La utilización de los Fideicomisos Financieros por parte de las pequeñas y medianas empresas alcanzó el monto de U\$S 9.312.811 para este año, demostrando un crecimiento acumulado de U\$S 10.662.811 y un incremento del 590%.

AÑO 2004

El monto en Fideicomisos Financieros para este año es de U\$S 24.051.835, presentando un incremento del 158% en relación con su año antecesor, con una diferencia del U\$S 14.739.024.

Por las cifras suministradas por el Departamento PyME de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, se observa que la mayoría de emisiones colocadas correspondió casi íntegramente al Sector de Producciones Agropecuarias.

AÑO 2005

Para el año 2005, el monto de Fideicomisos Financieros para pequeñas y medianas empresas llegó a los U\$S 70.359.486, un incremento de 193% con respecto al año anterior, equivalente a unos U\$S 46.307.651.

La financiación a PyMEs avalada por Sociedades de Garantía Reciproca (SGR) en el Mercado de Capitales, fue de U\$S 64.838.709. A lo largo del año, se percibe que es necesario potenciar estas alternativas de financiamiento para consolidar la canalización de fondos del Mercado de Capitales hacia las PyMEs. Las SGR son necesarias a la hora del acercamiento de los inversores a las PyMEs.

AÑO 2006

Para el año 2006, el monto de Fideicomisos Financieros para pequeñas y medianas empresas argentinas llegó a los U\$S 102.523.611, un incremento de 46 % con respecto al año anterior, equivalente a unos U\$S 32.164.125.

Las tasas promedio de Fideicomisos Financieros para PyMEs en pesos estuvieron entre el 11,50 y el 14%, en cambio, las tasas promedio de Fideicomisos Financieros en dólares, estuvieron entre el 4.5 y el 7.50%.

La financiación a PyMEs avalada por las SGR en el Mercado de Capitales, fue de unos U\$S 72.3 millones, en la cual intervinieron 5 Sociedades de Garantía Reciproca.

AÑO 2007

El acceso al financiamiento al Mercado de Capitales fue posible tanto para las grandes empresas como para las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), siendo importante destacar que estas últimas vieron incrementar su participación en el financiamiento total año a año: desde un 0.1% del total en 2001 hasta un 4.8% obtenido en el 2007.

El financiamiento para las PyMEs a través de Fideicomisos Financieros creció 62 % en relación al año anterior, pasando de U\$S 102.523.611 a U\$S 166.302.646, acumulando ya desde el 2002 unos U\$S 380.214.165 en Fideicomisos Financieros para PyMEs.

Las tasas promedio en pesos van del 11.5 al 14%, y las tasas en dólares van del 5.59 al 7.5 %, en ambos casos la garantía fue una Sociedad de Garantía Reciproca (SGR).

El siguiente cuadro muestra la participación por Sociedades de Garantía Reciproca en la emisión de Fideicomisos Financieros, tanto en emisiones como en montos, desde el 2002 al 2007. De un total de \$ 749 millones acumulados, y un total de 74 emisiones, a las SGR le correspondió unos \$ 507 millones y unas 40 emisiones de Fideicomisos Financieros.

Cuadro N° 18: Emisiones y Montos Acumulados

SGR	EMISIONES	MONTOS (1)
Garantizar	27	283
Agroaval	4	80
Garantia de Valores	5	70
Aval rural	3	51
Don Mario	1	23
Sin SGR	34	242
TOTAL	74	749

Fuente: Elaboración propia, con datos del CNV, BCBA, IAMC.

Los informes realizados tanto por la Comisión Nacional de Valores (CNV), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) y el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) destacaron que el aumento del financiamiento de las PyMEs a través de los Fideicomisos Financieros este año, ocurrió a pesar de la turbulencia financiera internacional desatada a mediados de año por la crisis hipotecaria estadounidense.

Entre los desafíos que se plantea al culminar el año, se pueden destacar los siguientes:

1. Incrementar el financiamiento vía el Mercado de Capitales
2. Aumentar el número de PyMEs beneficiadas
3. Extender los plazos de financiamiento

AÑO 2008

La situación reinante al comenzar 2008 es la siguiente:

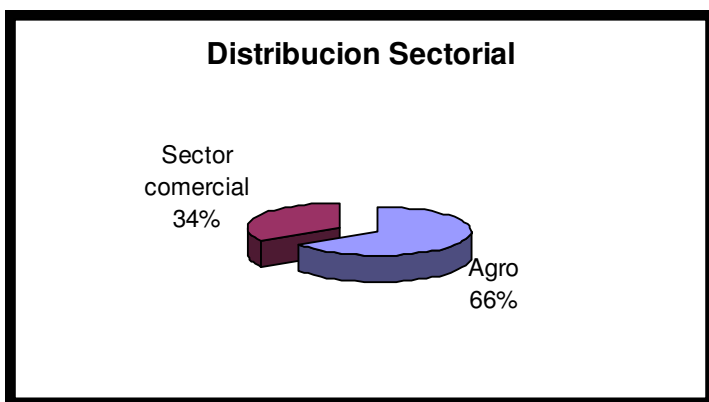
- Más de 4.000 empresas PyMEs beneficiadas con el sistema financiero desde el 2° semestre de 2002 a la fecha con expectativas de superar las 5500 a fines de 2008.
- Tomaron del Mercado de Capitales a través de todos los instrumentos disponibles para PyMEs unos US\$ 940 millones.
- Más del 90% se colocaron entre 2005/07
- Los instrumentos utilizados fueron Cheques Pagos Diferidos, Fideicomisos Financieros y Obligaciones Negociables PyME.

- Se estima superar los U\$S 550 millones en fideicomisos a finales del 2008.
- La falta de antecedentes de financiamiento del sector PyMe por parte del Mercado de Capitales, en Argentina, es una fortaleza y no una debilidad.

El financiamiento para las PyMEs a través de Fideicomisos Financieros para el primer semestre del año asciende a U\$S 68.319.834.

Según el Departamento PyME de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, de un total acumulado de U\$S 442.220.223 desde el 2002 hasta junio del 2008, el 66% de los fideicomisos pertenecieron al agro con un monto de U\$S 291.865.347, siendo los mismos Fideicomisos Financieros colectivos y garantizados por una Sociedad de Garantía Reciproca. El 34% restante, perteneció al sector comercial, con un monto aproximado de U\$S 150.354.875, tratándose los mismos de fideicomisos individuales.

Gráfico N° 18: Distribución sectorial de fideicomisos PyMEs 2002-6/2008



Fuente: Elaboración propia, con datos del CNV, BCBA, IAMC.

CONCLUSION

Fideicomiso significa “confianza” y esta se traduce en un encargo que una persona le hace a otra por medio de un contrato de carácter jurídico.

Con raíces en el Derecho Romano, Derecho Germano y Derecho Anglosajón, el Fideicomiso latinoamericano se inspira en el Trust del Derecho Anglosajón y esta figura es adoptada especialmente por la Ley 24.441 en nuestro país.

La Ley 24.441, sancionada el 22 de Diciembre de 1994 y promulgada el 9 de Enero de 1995, tiene como finalidad el “Financiamiento de la Vivienda y la Construcción”. Define al Fideicomiso en su Artículo 1 y la mayor fortaleza del Fideicomiso se encuentra implícita en la propia definición del instrumento, al permitir *aislar el activo particular del patrimonio general*, tornándolo inmune frente a externalidades de cualquier tipo (concurso preventivo, quiebra, ejecuciones judiciales e incluso divorcios y protección de menores). El patrimonio fideicomitado responde por las deudas contraídas por el Fideicomiso. Para poder presentarse en quiebra hay que tener personalidad jurídica. El patrimonio fideicomitado no la tiene, es por esto que la *Ley 24.441 prohíbe la quiebra de fideicomisos*. Estas dos características salientes, reflejan en gran parte la seguridad jurídica que presenta el Fideicomiso como fuente de financiamiento no tradicional en el mercado financiero argentino, desde la crisis del 2001.

Los sujetos o partes del Fideicomiso, el Fiduciante, el Fiduciario y el Beneficiario, también constituyen una parte central de este contrato. Estos firman el contrato para cumplimentar de la manera mas eficiente posible los objetivos enunciados en su redacción.

El Fideicomiso representa una herramienta de financiación con riesgos claramente acotados, que no limita la capacidad de endeudamiento de las empresas y es aplicable durante escenarios de restricción del crédito bancario. Los Fideicomisos Financieros, como nuevas alternativas de financiamiento no desplazan a las alternativas tradicionales de financiamiento (bancarias) sino que las complementan.

El Artículo 19 de la Ley 24.441 define al Fideicomiso Financiero. Este artículo, establece que *el fiduciario debe ser una entidad financiera* o una sociedad especialmente autorizada. Las emisiones de los Fideicomisos Financieros se hacen a través de los Títulos Representativos de Deuda y de los Certificados de Participación y estos son considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta publica, aclarando además que la autoridad de aplicación es la Comisión Nacional de Valores. Finalmente, la Ley contempla además el caso de la insuficiencia del patrimonio fideicomitado y la extinción del Fideicomiso Financiero.

Los Beneficiarios serán los titulares de Certificados de Participación y estos serán emitidos por el Fiduciario. Los Títulos de Deuda podrán ser emitidos por el Fiduciante, el Fiduciario o por terceros.

El objetivo de los Fideicomisos Financieros es la Titulización o Securitización de activos, proceso por el cual permite que un conjunto de activos ilíquidos, pueda ser

transformado en un título valor para su venta en el Mercado de Capitales, y por medio de este proceso, se logra otra importantísima ventaja, la *desintermediación* financiera, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero, que tiene como consecuencia costos de endeudamiento menores, tasas de rendimientos mayores a las que se presentan en el mercado y se disminuye o dispersa el riesgo de no pago. En relación a este proceso, la calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.

La técnica de *subordinación de títulos* en las emisiones de los Fideicomisos Financieros, como medio de resarcimiento del riesgo, amplía las garantías de pago de los inversores, a las ya expuestas en los párrafos anteriores.

Los certificados o títulos con mayor privilegio ofrecen una retribución menor, mientras que los títulos de menor privilegio corren con mas riesgos, pero también con una renta o beneficio mas elevado.

Los Fideicomisos Financieros con oferta pública que tengan por objeto la titulización de títulos valores públicos o privados y derechos creditorios que cumplan determinados requisitos, están *exentos al impuesto a las ganancias*.

En relación al riesgo, la utilización del Fideicomiso Financiero deja de lado el parámetro de medición del capital de las empresas intervinientes, para basarse en la solidez y coherencia del negocio y en la evolución del flujo de fondos previsto en el mismo contrato.

Hubo muchos Fideicomisos Financieros en pesos y de consumo que tuvieron un desempeño muy aceptable durante la crisis 2001/2002. Con este hecho, el Fideicomiso Financiero demostró que es un instrumento seguro para soportar situaciones de *stress*, y ése no es un dato menor en nuestro país y en los países de América Latina, a la hora de decidir sobre inversiones.

Después de la crisis de 2001 y comienzos del 2002, los Fideicomisos Financieros fueron cobrando un mayor protagonismo en el mercado financiero, hasta el punto de convertirse hoy en uno de los instrumentos con mayor crecimiento de los últimos años, tanto en emisiones como en montos. Este mayor protagonismo se debe a que la economía argentina registra un crecimiento sostenido, impulsado principalmente por el consumo y la inversión.

Las emisiones, desde el 2001, pasaron de 8 a 244 en el 2007, acumulando ya 102 emisiones para el primer semestre del 2008. Los montos crecieron por su parte, de U\$S 44.6 millones a mas de U\$S 2665.8 millones para el 2007, acumulando U\$S 1433.2 millones para terminar el primer semestre del año 2008.

En el periodo analizado, el grueso de los Fideicomisos Financieros tuvo como Activos Subyacentes créditos de consumo y personales, prestamos personales, cupones de tarjetas de créditos y créditos comerciales. Estos Fideicomisos son conocidos como *Fideicomisos de Consumo* y representan casi el 80% de las emisiones totales y tienen la particularidad que van pagando, tanto capital e intereses de manera mensual, hasta cancelar totalmente la deuda.

Los Fiduciantes mas activos fueron las cadenas de electrodomésticos (Garbarino, Megatone, Falabella, Frávega, Riberio), pioneras en securitizar sus carteras. En relación al crecimiento en la variedad y cantidad de Fiduciantes, las expectativas para 2008 son ampliamente positivas, ya sean empresas, bancos y el propio sector público.

Entre los Fiduciarios con mayor representatividad a lo largo del periodo analizado, figura el Banco de Valores SA, el Banco Patagonia SA, el Banco Saenz SA, el HSBC Bank Argentina SA y Equity Trust Company Argentina SA, entre otros.

Haciendo una evaluación del tipo de inversores que participan en los Fideicomisos, se puede afirmar que los mayores usuarios son las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) que absorben casi el 40 % del total. En segundo orden figuran los Bancos con un 30 % del total y luego las Compañías de Seguros con un 20 %. Las PyMEs y los inversores individuales no alcanzan un 8 %, pero son cada vez mas las PyMEs y personas físicas que demandan este instrumento. Entre estos últimos hay una demanda no explotada de opciones en dólares.

Las tasas de rendimiento de los Fideicomisos Financieros, tanto las fijas como las tasas BADLAR, superan a las mejores tasas de plazos fijos otorgados en el sector bancario.

Los Fideicomisos Financieros formados con activos subyacentes de créditos de consumo tienen una duration promedio no mayor a los 6 meses. Evidentemente el apetito de los inversores está en el corto plazo. Estos plazos más cortos y con menos garantías, están representados por los préstamos personales o los de tarjetas de créditos (Tarjeta Shopping, Fava, Musimundo). No obstante, existen varias emisiones de Fideicomisos Financieros a largo plazo, sobre todo relacionadas con préstamos hipotecarios, prendarios e infraestructuras, que superan los 5, 10 y 15 años.

Las características propias del Fideicomiso Financiero permiten pronosticar que la utilización de este instrumento seguirá creciendo como vehículo de financiación, aunque sin llegar en absoluto a sustituir las canales tradicionales de financiamiento, los bancos. Vistas las cifras de montos que han tenido lugar desde el 2002 y el ritmo que las mismas han adquirido en los últimos años, se puede arriesgar que los montos a fines de 2008 superarán los U\$S 3.500 millones.

Las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), se financian con Fideicomisos Financieros desde cadenas retail de artículos de consumo hasta la producción agropecuaria.

El principal motivo por el cual las PyMEs incorporaron este tipo de financiación, es el bajísimo nivel de riesgo dado por la propia estructura del fideicomiso, que incluye una garantía otorgada por las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), y por el alto grado de atomización de los títulos, especialmente en el caso de los créditos de consumo.

En relación a la evolución que tuvieron los Fideicomisos Financieros como fuente no tradicional de financiamiento para pequeñas y medianas empresas (PyMEs), se puede concluir que también existe un crecimiento exponencial observando los montos emitidos, que van desde U\$S 1.350.000 para el año 2001 a los U\$S 166.302.646 para el 2007, acumulando en los primeros seis meses del año 2008, otros U\$S 68.319.834.

El sector mas favorecido con el financiamiento de Fideicomisos Financieros fue el Agro, que a lo largo de estos últimos seis años, de un total de U\$S 442.220.223, tomaron unos U\$S 291.865.347, que representan un 66%. El resto correspondió al sector Comercial (34%).

Las PyMEs del sector Agro se han financiado en gran medida a través de los Secupymes, son Fideicomisos Financieros en su mayoría en dólares, emitidos para financiar siembra de cereales y oleaginosos. También lo han hecho a través de Fideicomisos Financieros emitidos para la compra de maquinarias e implementos agrícolas y a diferencia de los Fideicomisos de Consumo, en los del Agro el inversor ya no recibe una liquidación de renta mensual sino que cobra al finalizar el emprendimiento.

A través del desarrollo de este trabajo se observa que los resultados producto de la investigación realizada confirman que los Fideicomisos Financieros, han tenido un crecimiento explosivo o exponencial, fundamentalmente a partir de la limitación en las formas tradicionales de acceso al crédito, producida por la crisis a fines del año 2001, como consecuencia de la seguridad que brinda este instrumento.

Posteriormente al periodo de análisis de este trabajo de investigación, se sucedieron dos hechos importantes que pueden ser analizados por el lector, partiendo de lo realizado hasta el momento.

Por un lado, está la decisión oficial del Gobierno (Decreto 1207/08) de eliminar la exención del Impuesto a las Ganancias que regía para los Fideicomisos Financieros (FF) que son colocados por oferta pública y para algunos Fondos Comunes de Inversión (FCI). Esta decisión de eliminar los beneficios impositivos que tienen algunos Fideicomisos Financieros, genera cierta preocupación, lo que puede generar un enfriamiento en el consumo y la inversión. El temor es que el nuevo régimen impositivo para los Fideicomisos Financieros finalmente termine impactando en el bolsillo de los compradores finales de electrodomésticos. El cambio podría provocar un aumento del costo del financiamiento del consumo y de la tasa de los créditos personales de los bancos y de las cadenas de electrodomésticos.

Además, crecen las dificultades que tendrán las PyMEs para buscar financiamiento en el Mercado de Capitales. Para los pequeños y medianos fiduciarios, se elevarán los costos de captación de fondos en el Mercado y éste solo quedará para las grandes empresas.

Estarían en juego ingresos impositivos por \$ 600 millones, aunque cálculos privados reducen la cifra a \$ 250 millones.

Por otro lado, la decisión del Gobierno Nacional de estatizar el sistema de jubilaciones. Los activos en poder de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) pasarán a la orbita de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS). No se sabe aun el destino de dichos activos, considerando las AFJP como fuertes inversores institucionales. Las AFJP participaron activamente en la conformación de Fideicomisos Financieros, participando en proyectos de la economía real, a través de obras de infraestructura.

BIBLIOGRAFIA

Arnaiz, María del Carmen (2005). Las PyMEs en América Latina. Documento de trabajo n° 13 Instituto Torcuato Di Tella – Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo. Ediciones La Crujía. Buenos Aires.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)

www.bcba.sba.com.ar

(Consulta: Marzo 2008).

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Instrumentos: Fideicomisos Financieros. [en línea].

www.bcba.sba.com.ar/BCBA/

(Consulta: Marzo 2008).

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Departamento PyMEs: Fideicomisos Financieros. [en línea].

www.bcba.sba.com.ar/BCBA/

(Consulta: Marzo 2008).

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2007). [en línea]. Securitización, características de los activos securitizados, partes intervinientes, oferta pública y colocación de títulos de deuda y certificados de participación. Tipos de fideicomisos. 7 p, Noviembre 2007.

http://www.bcba.sba.com.ar/BCBA/doc/FINANCIARSE_Instrumentos_Fideicomisos_financieros.pdf

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2004). [en línea]. Reglamentación de fideicomisos financieros. 8 p. Mayo 2004.

http://www.bcba.sba.com.ar/BCBA/doc/Fideicomisos_financieros.pdf

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2007). [en línea]. “Fideicomisos Financieros”, Noviembre 2007.

<http://www.bcba.sba.com.ar>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (1999). [en línea]. “La Bolsa y las PyMEs”, 1999. (Consulta: Marzo 2008).

<http://www.bolsar.com>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2002). [en línea]. Reporte mensual de negociación de la BCBA, Enero / Diciembre – Año 2002. (Consulta: Marzo 2008).

<http://www.bolsar.com/NET/noticias/ReporteMensual/ReporteMensual.aspx>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2003). [en línea]. Reporte mensual de negociación de la BCBA, Enero / Diciembre – Año 2003. (Consulta: Marzo 2008).

<http://www.bolsar.com/NET/noticias/ReporteMensual/ReporteMensual.aspx>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2004). [en línea]. Reporte mensual de negociación de la BCBA, Enero / Diciembre – Año 2004. (Consulta: Marzo 2008).

<http://www.bolsar.com/NET/noticias/ReporteMensual/ReporteMensual.aspx>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2005). [en línea]. Reporte mensual de negociación de la BCBA, Enero / Diciembre – Año 2005. (Consulta: Marzo 2008). <http://www.bolsar.com/NET/noticias/ReporteMensual/ReporteMensual.aspx>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2006). [en línea]. Reporte mensual de negociación de la BCBA, Enero / Diciembre – Año 2006. (Consulta: Marzo 2008). <http://www.bolsar.com/NET/noticias/ReporteMensual/ReporteMensual.aspx>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2007). [en línea]. Reporte mensual de negociación de la BCBA, Enero / Diciembre – Año 2007. (Consulta: Marzo 2008). <http://www.bolsar.com/NET/noticias/ReporteMensual/ReporteMensual.aspx>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) (2008). [en línea]. Reporte mensual de negociación de la BCBA, Enero / Junio – Año 2008. (Consulta: Junio 2008). <http://www.bolsar.com/NET/noticias/ReporteMensual/ReporteMensual.aspx>

Bolsar: Especies: Fideicomisos Financieros.
<http://www.bolsar.com/NET/Research/Especies/FideicomisosFinancieros.aspx>
(Consulta: Febrero 2008).

Banco Central de la Republica Argentina (BCRA)
www.bcra.gov.ar
(Consulta: Marzo 2008).

Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2002). Boletín Monetario y Financiero, Edición anual, 101p.

Bull Market Brokers S.A. Sociedad de Bolsa. [en línea]. Fideicomisos Financieros
<http://www.bullmarketbrokers.com/fideicomisos.php>
(Consulta: Abril 2008).

Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP)
www.cafidap.org.ar
(Consulta: Abril 2008).

Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (CAFIDAP) (2005): Documento de Investigación, Informe mensual, Año 2005.
www.cafidap.org.ar
(Consulta: Abril 2008).

Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP) (2005): Fideicomisos Financieros con Oferta Pública Autorizada por la CNV y Admitidos a la Cotización por la BCBA en 2005.
www.cafidap.org.ar
(Consulta: Abril 2008).

Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP) (2006): Fideicomisos Financieros con Oferta Pública Autorizada por la CNV y Admitidos a la Cotización por la BCBA en 2006.

www.cafidap.org.ar
(Consulta: Abril 2008).

Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP) (2005): Documento de Investigación, informe mensual, año 2005.

www.cafidap.org.ar
(Consulta: Abril 2008).

Camerini, Marcelo Alejandro; Zuccolo, Guillermo A.; Barreira Delfino, Eduardo A.; Favier Dubois, Eduardo Mario (h.); Gutiérrez, Pablo A.; Diplotti, Adrián G. (2007): “Tratamiento integral del fideicomiso”, Buenos Aires: Ad-Hoc, 2007. 469 p.

Comisión Nacional de Valores (CNV)
www.cnv.gov.ar
(Consulta: Marzo 2008).

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2007): “Financiamiento a empresas innovadoras a través del Mercado de Capitales”, Septiembre 2007.
www.cnv.gov.ar
(Consulta: Marzo 2008).

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2007): Fideicomisos Financieros: Educación Mercado de Capitales, Diciembre 2007.
www.cnv.gov.ar
(Consulta: Marzo 2008).

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2007). [en línea]. Fideicomisos Financieros: Casos prácticos para financiar empresas y alternativas de inversión, Agosto 2007.
<http://www.cnv.gov.ar/Publicaciones/Hecker/seminario%20ff%20infobae.pdf>

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2007): Informe mensual: Acciones, Obligaciones negociables y Fideicomisos Financieros, Mayo 2007.
www.cnv.gov.ar
(Consulta: Marzo 2008).

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2007): Seminario IAEF, Junio 2007.
www.cnv.gov.ar
(Consulta: Marzo 2008).

Comisión Nacional de Valores (CNV). [en línea]. “Desarrollo del Mercado de Capitales: Un imperativo de la Economía”,
<http://www.cnv.gov.ar/Publicaciones/Muñoz/DesarrolloMercado.htm>.

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2004). [en línea]. Informe mensual del Mercado de Capitales: Diciembre y anual 2004. (Consulta: Enero 2008)
<http://www.cnv.gov.ar/publicaciones.asp?Lang=0#Anuarios>

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2006). [en línea]. Informe mensual del Mercado de Capitales: Diciembre y anual 2006. (Consulta: Enero 2008)
<http://www.cnv.gov.ar/publicaciones.asp?Lang=0#Anuarios>

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2007). [en línea]. Informe mensual del Mercado de Capitales: Diciembre y anual 2007. (Consulta: Enero 2008)
<http://www.cnv.gov.ar/publicaciones.asp?Lang=0#Anuarios>

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2008). [en línea]. Informe mensual del Mercado de Capitales: Enero / Junio 2008. (Consulta: Junio 2008).
<http://www.cnv.gov.ar/publicaciones.asp?Lang=0#Anuarios>

Comisión Nacional de Valores (CNV) (2008): Mercado de Capitales para PyMEs: Educación Mercado de Capitales, Abril 2008.
www.cnv.gov.ar
(Consulta: Marzo 2008).

Cuaderno Profesional N° 6 del C.P.C.E.C.F. "Fideicomiso".

ECOLATINA, Informe económico semanal n° 526: Las claves para el desarrollo de las PyMEs, Buenos Aires, 2005.

Gainvest Asset Managment
www.gainvest.net
(Consulta: Abril 2008).

Gainvest Asset Managment (2005): Fideicomisos Financieros Informes mensuales, Enero / Diciembre – Año 2005. (Consulta: Abril 2008)
www.gainvest.net

Gainvest Asset Managment (2006): Fideicomisos Financieros Informes mensuales, Enero / Diciembre – Año 2006. (Consulta Abril 2008).
www.gainvest.net

Gainvest Asset Managment (2007): Fideicomisos Financieros Informes mensuales, Enero / Diciembre – Año 2007. (Consulta: Abril 2008).
www.gainvest.net

Gainvest Asset Managment (2008): Fideicomisos Financieros Informes mensuales, Enero / Junio – Año 2008. (Consulta: Junio 2008).
www.gainvest.net

Goldemberg, Alicia y Gómez de la Lastra, Manuel: Fondos de Inversión Directa y Fideicomiso. Buenos Aires, Editorial La Ley, 2003.

Gómez de la Lastra, Manuel y Piertierra Canepa, Francisco: Diferentes vehículos jurídicos para desarrollar proyectos productivos, CAFIDAP.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)
<http://www.iamc.sba.com.ar>
(Consulta: Marzo 2008)

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2003). [en línea]. Anuario Bursátil '02, 1ra edición, Buenos Aires, 2003. (Consulta: Marzo 2008)
<http://www.iamc.sba.com.ar/Investigaciones/Articulos/Año2003>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2004). [en línea]. Anuario Bursátil '03, 1ra edición, Buenos Aires, 2004. (Consulta: Marzo 2008)
<http://www.iamc.sba.com.ar/Investigaciones/Articulos/Año2004>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2005). [en línea]. Anuario Bursátil '04, 1ra edición, Buenos Aires, 2005. (Consulta: Marzo 2008)
<http://www.iamc.sba.com.ar/Investigaciones/Articulos/Año2005>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2006). [en línea]. Anuario Bursátil '05, 1ra edición, Buenos Aires, 2006. (Consulta: Marzo 2008)
<http://www.iamc.sba.com.ar/Investigaciones/Articulos/Año2006>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2007). [en línea]. Anuario Bursátil '06, 1ra edición, Buenos Aires, 2007. (Consulta: Marzo 2008)
<http://www.iamc.sba.com.ar/Investigaciones/Articulos/Año2007>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2008). [en línea]. Anuario Bursátil '07, 1ra edición, Buenos Aires, 2008. (Consulta: Junio 2008)
<http://www.iamc.sba.com.ar/Investigaciones/Articulos/Año2008>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2008). [en línea]. Financiamiento a través del Mercado de Capitales Enero / Junio - Año 2008. (Consulta: Junio 2008)
<http://www.iamc.sba.com.ar/Investigaciones/Articulos/Año2008>.

Inversiones: Fideicomisos Financieros. [en línea]. (Consulta: Enero 2008)
http://www.portfoliopersonal.com/inversiones/fide_pregfrec.asp

Kenny, Mario Oscar (2002): "Titulización y Fideicomiso Financiero", Buenos Aires: Errepar, 2002. 212 p.

Kenny, Mario Oscar (2003): La Titulización de activos. Revista Institucional de la Bolsa de Comercio de Rosario.

Kiper, Claudio M y Liporawsky, Silvio V: Tratado de Fideicomiso, Lexis Nexis, Ed.- Depalma.

Ley de Fideicomiso N° 24.441. Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción.

Ministerio de Economía de la Republica Argentina
www.mecon.gov.ar
(Consulta: Enero 2008)

Nava O y Vidal C.(2002): Instrumentos innovadores para el financiamiento del sector agropecuario en la Argentina. Buenos Aires, 2002.

ANEXO

ANEXO A

1. Ley N° 24.441: Financiamiento de la Vivienda y la Construcción

Fideicomiso. Fiduciario. Efectos del fideicomiso. Fideicomiso financiero. Certificados de participación y títulos de deuda. Insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el fideicomiso financiero. Extinción del fideicomiso. Contrato de "leasing". Letras hipotecarias. Créditos hipotecarios para la vivienda. Régimen especial de ejecución de hipotecas. Reformas al Código Civil. Modificaciones al régimen de corretaje. Modificaciones a la Ley de Fondos Comunes de Inversión. Modificaciones al Código Procesal Civil y Comercial de la Nación. Modificaciones al Régimen Registral. Modificaciones al Código Penal. Modificaciones a las leyes impositivas. Desregulación de aspectos vinculados a la construcción en el ámbito de la Capital Federal.

Sancionada: Diciembre 22 de 1994.

Promulgada: Enero 9 de 1995.

El senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina, reunidos en Congreso, etc.
sancionan con fuerza de Ley:

TITULO I

Del fideicomiso

CAPITULO I

ARTICULO 1° — Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.

ARTICULO 2° — El contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura.

Podrá designarse más de un beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual; también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte.

Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario llegara a existir, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante.

El derecho del beneficiario puede transmitirse por actos entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.

ARTICULO 3° — El fideicomiso también podrá constituirse por testamento, extendido en alguna de las formas previstas por el Código Civil, el que contendrá al menos las

enunciaciones requeridas por el artículo 4. En caso de que el fiduciario designado por testamento no aceptare se aplicará lo dispuesto en el artículo 10 de la presente ley.

CAPITULO II

El fiduciario

ARTICULO 4º — El contrato también deberá contener:

- a) La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes;
- b) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso;
- c) El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad;
- d) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;
- e) Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.

ARTICULO 5º — El fiduciario podrá ser cualquier persona física o jurídica. Sólo podrán ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a las disposiciones de la ley respectiva y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores quien establecerá los requisitos que deban cumplir.

ARTICULO 6º — El fiduciario deberá cumplir las obligaciones impuestas por la ley o la convención con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.

ARTICULO 7º — El contrato no podrá dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas, la que podrá ser solicitada por el beneficiario conforme las previsiones contractuales ni de la culpa o dolo en que pudieren incurrir él o sus dependientes, ni de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitidos.

En todos los casos los fiduciarios deberán rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un (1) año.

ARTICULO 8º — Salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos y a una retribución. Si ésta no hubiese sido fijada en el contrato, la fijará el juez teniendo en consideración la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir.

ARTICULO 9º — El fiduciario cesará como tal por:

- a) Remoción judicial por incumplimiento de sus obligaciones, a instancia del fiduciante; o a pedido del beneficiario con citación del fiduciante;

- b) Por muerte o incapacidad judicialmente declarada si fuera una persona física;
- c) Por disolución si fuere una persona jurídica;
- d) Por quiebra o liquidación;
- e) Por renuncia si en el contrato se hubiese autorizado expresamente esta causa. La renuncia tendrá efecto después de la transferencia del patrimonio objeto del fideicomiso al fiduciario sustituto.

ARTICULO 10. — Producida una causa de cesación del fiduciario, será reemplazado por el sustituto designado en el contrato o de acuerdo al procedimiento previsto por él. Si no lo hubiere o no aceptare, el juez designará como fiduciario a una de las entidades autorizadas de acuerdo a lo previsto en el artículo 19. Los bienes fideicomitidos serán transmitidos al nuevo fiduciario.

CAPITULO III

Efectos del fideicomiso

ARTICULO 11. — Sobre los bienes fideicomitidos se constituye una propiedad fiduciaria que se rige por lo dispuesto en el título VII del libro III del Código Civil y las disposiciones de la presente ley cuando se trate de cosas, o las que correspondieren a la naturaleza de los bienes cuando éstos no sean cosas.

ARTICULO 12. — El carácter fiduciario del dominio tendrá efecto frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles de acuerdo a la naturaleza de los bienes respectivos.

ARTICULO 13. — Cuando se trate de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario. Cuando así resulte del contrato, el fiduciario adquirirá la propiedad fiduciaria de otros bienes que adquiera con los frutos de los bienes fideicomitidos o con el producto de actos de disposición sobre los mismos, dejándose constancia de ello en el acto de adquisición y en los registros pertinentes.

ARTICULO 14. — Los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. La responsabilidad objetiva del fiduciario emergente del artículo 1113 del Código Civil se limita al valor de la cosa fideicomitida cuyo riesgo o vicio fuese causa del daño si el fiduciario no pudo razonablemente haberse asegurado.

ARTICULO 15. — Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitidos y subrogarse en sus derechos.

ARTICULO 16. — Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos. La insuficiencia de los bienes fideicomitidos para atender a estas

obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según visiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra; si se tratase de fideicomiso financiero registrarán en lo pertinente las normas del artículo 24.

ARTICULO 17. — El fiduciario podrá disponer o gravar los bienes fideicomitados cuando lo requieran los fines del fideicomiso, sin que para ello sea necesario el consentimiento del fiduciante o del beneficiario, a menos que se hubiere pactado lo contrario.

ARTICULO 18. — El fiduciario se halla legitimado para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitados, tanto contra terceros como contra el beneficiario.

El juez podrá autorizar al fiduciante o al beneficiario a ejercer acciones en sustitución del fiduciario, cuando éste no lo hiciere sin motivo suficiente.

CAPITULO IV

Del fideicomiso financiero

ARTICULO 19. — Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

Dichos certificados de participación y títulos de deudo serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública.

La Comisión Nacional de Valores será autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar normas reglamentarias.

ARTICULO 20. — El contrato de fideicomiso deberá contener las previsiones del artículo 4 y las condiciones de emisión de los certificados de participación o títulos representativos de deuda.

CAPITULO V

De los certificados de participación y títulos de deuda

ARTICULO 21. — Los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Los certificados de participación y los títulos representativos de deuda podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales conforme al artículo 8 y concordantes de la ley 23.576 (con las modificaciones de la ley 23.962). Los certificados serán emitidos en base a un prospecto en el que constarán las condiciones de la emisión, y contendrá las

enunciaciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con somera descripción de los derechos que confieren.

Podrán emitirse certificados globales de los certificados de participación, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

ARTICULO 22. — Pueden emitirse diversas clases de certificados de participación con derechos diferentes. Dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. La emisión puede dividirse en series.

CAPITULO VI

De la insuficiencia del patrimonio fideicomitado en el fideicomiso financiero

ARTICULO 23. — En el fideicomiso financiero del capítulo IV, en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere previsión contractual, el fiduciario citará a asamblea de tenedores de títulos de deuda, lo que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que se celebrará dentro del plazo de sesenta días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio.

ARTICULO 24. — Las normas a que se refiere el artículo precedente podrán prever:

- a) La transferencia del patrimonio fideicomitado como unidad a otra sociedad de igual giro;
- b) Las modificaciones del contrato de emisión, las que podrán comprender la remisión de parte de las deudas o la modificación de los plazos, modos o condiciones iniciales;
- c) La continuación de la administración de los bienes fideicomitados hasta la extinción del fideicomiso;
- d) La forma de enajenación de los activos del patrimonio fideicomitado;
- e) La designación de aquel que tendrá a su cargo la enajenación del patrimonio como unidad o de los activos que lo conforman;
- f) Cualquier otra materia que determine la asamblea relativa a la administración o liquidación del patrimonio separado.

La asamblea se considerará válidamente constituida cuando estuviesen presentes tenedores de títulos que representen como mínimo dos terceras partes del capital emitido y en circulación; podrá actuarse por representación con carta poder certificada por escribano público, autoridad judicial o banco; no es necesaria legalización.

Los acuerdos deberán adoptarse por el voto favorable de tenedores de títulos que representen, a lo menos, la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación, salvo en el caso de las materias indicadas en el inciso b) en que la mayoría será de dos terceras partes (2/3) de los títulos emitidos y en circulación.

Si no hubiese quórum en la primera citación se deberá citar a una nueva asamblea la cual deberá celebrarse dentro de los treinta (30) días siguientes a la fecha fijada para la asamblea no efectuada; ésta se considerará válida con los tenedores que se encuentren presentes. Los acuerdos deberán adoptarse con el voto favorable de títulos que representen a los menos la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación.

CAPITULO VII

De la extinción del fideicomiso

ARTICULO 25. — El fideicomiso se extinguirá por:

- a) El cumplimiento del plazo o la condición a que se hubiere sometido o el vencimiento del plazo máximo legal;
- b) La revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; la revocación no tendrá efecto retroactivo;
- c) Cualquier otra causal prevista en el contrato.

ARTICULO 26. — Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.

2-Sujetos del Fideicomiso

2.1-¿Qué otras partes intervienen en la estructuración de un Fideicomiso?

Además del Fiduciante, el Fiduciario y el Beneficiario las siguientes partes también pueden intervenir en la estructuración de un fideicomiso:

Agente colocador: es el encargado de la distribución de los títulos a través de la oferta pública o privada de los mismos.

Organizador: Entidad responsable de la concreción del fideicomiso. Su función principal es la de nexo entre la totalidad de las partes involucradas. Se ocupa también de la estructuración de la serie y de cada una de las clases de títulos, en función de las características de los activos cedidos al fideicomiso.

Depositario: es quien tiene en custodia toda la documentación respaldatoria de los créditos cedidos al fideicomiso.

Agente de cobro (servicer): es quien realiza la gestión de cobro de los créditos cedidos al fideicomiso. En general, esta función la cumple el fiduciante, quien generó los créditos y tiene el conocimiento de los deudores.

Asesor Legal: es el responsable de la redacción de los contratos y documentos que instrumentan el negocio, básicamente el contrato de fideicomiso y el suplemento de prospecto.

Auditores: Se encargan del armado del balance y el due dilligence de la cartera. Los fideicomisos con oferta pública deberán presentar balance en forma trimestral.

Calificadora de Riesgo: es la agencia encargada del análisis de la estructura del fideicomiso con el fin de asignar un rating a los títulos fiduciarios. Esta calificación tiene implicancias directas en la colocación ya que de la nota dependen el “pricing” del producto y los inversores que pueden participar en el proceso licitatorio. La calificación no es obligatoria.

3-Derechos y Obligaciones de las Partes del Fideicomiso

3.1-Del Fiduciante

3.1.1-Derechos:

- Designar uno o más fiduciarios y reservarse derechos específicos, vinculados con la posibilidad de vigilar que se cumplan las disposiciones del convenio, entre los cuales conviene destacar la facultad de revocar el fideicomiso, aún contra el principio genérico que impone la irrevocabilidad, única forma de ponerle fin, cuando éste resulta ineficaz o innecesario.
- Entre las causas de extinción del fideicomiso se encuentra la remoción del fiduciante si se hubiera reservado expresamente esa facultad.
- El fiduciante puede pedir judicialmente la remoción del fiduciario por incumplimiento de sus obligaciones. El fiduciante puede exigir al fiduciario rendición de cuentas y, eventualmente, ejercer acciones de responsabilidad.

3.1.2-Obligaciones:

- remunerar al fiduciario,
- rembolsar los gastos efectuados por este en ocasión del encargo y,
- sanear la evicción.

3.2-Del fiduciario

3.2.1-Derechos:

- Posee todas las facultades inherentes a la finalidad del fideicomiso, en particular las relativas al dominio y administración que tiene de la cosa.
- Puede usar y disponer de los bienes, no puede apropiarse de los frutos, pero siempre hasta lograr el fin del contrato.

3.2.2-Obligaciones:

- Administrar en la forma establecida, resultando inherente la conservación y custodia material y jurídica de los bienes, efectuar las mejoras y reparaciones necesarias, contratar seguros y pagar los tributos que los graven.
- Administrar haciendo producir frutos de acuerdo con la utilización regular de las cosas sin disponer de ellas, pero produciendo el mayor rendimiento. Algunas legislaciones imponen la diversidad de inversiones para evitar los riesgos derivados de la concentración en una sola actividad económica.

- Mantener la identidad de los bienes del encargo separados de los del fiduciario, no pudiendo incluirlos en su contabilidad ni considerarlos en su activo.
- Puede gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requiera los fines del fideicomiso. Se encuentra legitimado para ejercer todas las acciones que correspondan para la defensa de los bienes fideicomitidos tanto contra terceros como contra el beneficiario.
- Rendir cuentas sobre las gestiones que realiza avisando dentro de un corto tiempo la celebración de ciertas operaciones de inversión o el recibo de frutos derivados de éstas. Los fiduciarios deben rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un (1) año.
- Presentar informaciones completas y fidedignas sobre el movimiento contable de los bienes en su poder.
- Transferir los bienes de acuerdo con lo convenido al tiempo del encargo al beneficiario o al fideicomisario.

3.2.3-Cese del fiduciario, sus causas

- revocación judicial,
- incumplimiento de sus obligaciones, a instancia del fiduciante, o a pedido del beneficiario con citación al fiduciante,
- muerte o incapacidad declarada judicialmente si fuese persona física;
- quiebra o liquidación; o
- renuncia.

3.3-Del beneficiario, sus derechos

- Es un acreedor especial del fideicomiso, pudiendo serlo por los frutos que produzcan los bienes fideicomitidos, o con relación a éstos, una vez transcurrido el tiempo o cumplida la condición prevista para transferir la propiedad.
- El beneficiario puede exigir al fiduciario el cumplimiento del fideicomiso. Tiene derecho al ejercicio de acciones de responsabilidad por incumplimiento y de exigir acciones conservatorias.
- Puede impugnar los actos cumplidos por el fiduciario contrariando las instrucciones del fiduciante.
- El derecho a la obtención de la propiedad una vez concluido el fideicomiso, puede ser trasladado al fideicomisario sin que coincida con la persona del beneficiario.

ANEXO B

1-Del Fideicomiso Financiero

1.1-¿Cuáles son las ventajas para el inversor o beneficiario?

Los Fideicomisos Financieros representan una buena alternativa de inversión puesto que ofrecen rendimientos más atractivos que las alternativas de inversión tradicionales (LEBAC, Plazos Fijos, etc.) al evitar la intermediación bancaria.

En el caso de los Fideicomisos de consumo, al tener como activo subyacente una cartera de créditos muy atomizada el riesgo de cobro disminuye sustancialmente. Los Fideicomisos Financieros de Consumo tienen como activo subyacente gran cantidad de créditos otorgados para la compra de bienes de consumo. En general el fiduciante cede los créditos de las personas que ya vengán registrando un buen historial de pagos, es decir, que hayan pagado en tiempo y forma o que registren muy baja morosidad.

Los Fideicomisos de créditos de consumo se mostraron como una de las alternativas más seguras de inversión durante la crisis, ya que el respaldo del flujo securitizado permitió aislar el riesgo de la compañía y evitar el default.

La mayoría de los títulos fiduciarios cuentan con calificación de riesgo de agencias internacionales, oferta pública y la posibilidad de cotizar en el MAE y en la BCBA. Los títulos son colocados en oferta primaria a través de procesos licitatorios regidos por pautas claras, no discrecionales y la supervisión de la Comisión Nacional de Valores.

1.2-¿A qué se denomina fecha de corte de un Fideicomiso Financiero?

La fecha de corte es la fecha que delimita los derechos de las partes. Antes de la fecha de corte los ingresos que generan los activos que se fideicomiten corresponden al fiduciante, después de la fecha de corte, los ingresos ya son del fideicomiso. Los alcances de la definición de la fecha de corte están determinados para cada emisión y pueden consultarse en el suplemento de emisión.

1.3-¿A qué se denomina fecha de liquidación de un Fideicomiso Financiero?

La fecha de liquidación es la fecha en la el inversor recibe los títulos en su cuenta.

1.4-¿A qué se denomina período de colocación de un Fideicomiso Financiero?

Es el período durante el cual está abierta la suscripción de ofertas de títulos del Fideicomiso Financiero. Como mínimo es de 5 días hábiles bursátiles pero puede ser extendido.

1.5-¿Cómo y con qué frecuencia se pagan el capital y los intereses de un Fideicomiso Financiero?

Depende de como se haya estructurado la emisión. Existen tres esquemas básicos para la amortización del capital: **el secuencial mediante el cual las clases**

subordinadas no cobran hasta que la clase senior no ha sido totalmente cancelada, el pari passu mediante el cual todas las clases cobran al mismo tiempo en forma proporcional a su participación y el semiturbo que paga las amortizaciones en forma secuencial y los intereses en forma simultánea para todas las series.

Con respecto a los intereses en la mayoría de los casos se realizan pagos mensuales tanto para las series senior como para las subordinadas. El esquema de amortización elegido así como la fecha de pago de los cupones de capital e intereses pueden ser consultados en el prospecto de emisión.

1.6-¿El rendimiento final de un Fideicomiso Financiero es igual a la tasa de interés que paga?

No. Dado que los Fideicomisos Financieros van realizando pagos periódicos de intereses y de capital el rendimiento final dependerá de a que tasa son reinvertidos estos flujos. Al momento de la suscripción el rendimiento teórico es igual a la tasa de corte. Este rendimiento teórico es calculado en función de un flujo teórico proyectado. El flujo real depende del nivel de precancelaciones, la mora, etc. Por lo que puede diferir del flujo teórico. En los cupones variables el flujo real dependerá de la evolución de la tasa de interés.

Vale aclarar que la tasa de corte puede ser diferente a la tasa del cupón por lo que el rendimiento tampoco es igual a la tasa del cupón.

1.7-¿Qué es una Subasta Holandesa?

Es un mecanismo para la adjudicación de ofertas en una licitación. A través del mismo las ofertas recibidas serán adjudicadas comenzando con las ofertas que soliciten la menor tasa y continuando hasta agotar la totalidad de los títulos disponibles. La adjudicación se realizará a un precio único –la mayor tasa aceptada- para todas las ofertas aceptadas. Esa tasa se denomina tasa de corte.

1.8-¿En qué momento se conoce la Tasa de Corte de un Fideicomiso Financiero?

La tasa de corte de un Fideicomiso Financiero se conoce dentro de las 24 horas hábiles del cierre del período de colocación. La misma es publicada en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

1.9-¿Cuáles son todos los costos de invertir en Fideicomisos Financieros?

La suscripción de Fideicomisos Financieros no tiene costos. La Caja de Valores cobra un arancel del 0.35% únicamente sobre los cupones de renta con un mínimo de \$0.5.

1.10-¿Cuáles son los costos de vender un Fideicomiso Financiero en el Mercado Secundario?

Los valores fiduciarios podrán cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y negociarse en el Mercado Abierto Electrónico. En el caso de ser listados en alguno de

estos mercados las comisiones y aranceles a aplicar para la venta de un Fideicomiso Financiero es la que se aplica a la operatoria de títulos públicos.

1.11-¿Dónde se depositan los pagos de capital e intereses que realiza un Fideicomiso Financiero?

Los Fideicomisos Financieros se instrumentan en un certificado global que queda depositado en Caja de Valores. Los pagos se realizan a través de la Caja de Valores que acredita los fondos a cada uno de los depositantes y después a cada uno de los comitentes.

1.12-¿Cuál es el importe mínimo sugerido para invertir en Fideicomisos Financieros?

La unidad mínima de compra para invertir está definida en cada una de las emisiones. Varía entre \$100 y \$10.000. El monto mínimo sugerido para invertir en Fideicomisos Financieros es de \$1.000 ya que para montos menores se dificultan las posibilidades de reinvertir los cupones.

1.13-¿Cuáles son los riesgos de invertir en Fideicomisos Financieros?

La inversión en Valores Fiduciarios puede verse afectada por situaciones de mora o incumplimiento en el pago de los Créditos, su ejecución judicial o pérdida neta. Ello dependerá, entre otros, de tres tipos de riesgo:

a) Riesgo país: Mide el riesgo de una eventual insolvencia comercial o financiera de un país ante problemas políticos o derivados de graves perturbaciones económicas que puedan afectar la capacidad de repago de sus obligaciones.

b) Riesgo sistemático o de mercado: Es el riesgo que no es diversificable y que afecta a todos los activos de una misma especie.

c) Riesgo no sistemático: Es el riesgo atribuible a factores que afectan solo a un activo.

Las calificadoras de riesgo valúan principalmente el riesgo no sistemático al evaluar la cartera de préstamos cedida por el fiduciante (mora, política de originación de créditos, mecanismo de cobro) y los riesgos asociados a la estructura.

Al no poder asegurarse la existencia de un mercado secundario fluido los inversores deben evaluar también el riesgo de liquidez del instrumento.

2- Características de los Activos Securitizados

No cualquier cartera de activos es apta para armar un fideicomiso. La principal condición que debe cumplir es la uniformidad en las características básicas de estos activos.

Por otra parte, el riesgo de los activos que conforman la cartera está inversamente relacionado con el precio de colocación de los títulos. Una cartera de títulos con alto riesgo se colocará a un precio muy bajo en el mercado, por lo cual la securitización tal vez no sea en ese caso el instrumento de financiación adecuada.

Para poder securitizar una cartera de activos, los mismos deberían que reunir las siguientes características:

- ❖ Homogeneidad de los activos
- ❖ Instrumentación adecuada
- ❖ Esquema de pagos preciso
- ❖ Flujo de fondos predecible en función de su comportamiento histórico y otras variables
- ❖ Atomización de la cartera
- ❖ Amortización total de los créditos a su vencimiento
- ❖ Alta liquidez
- ❖ Bajo porcentaje de morosidad e incobrabilidad de la cartera
- ❖ Disponibilidad de acciones judiciales ejecutivas que aseguren el rápido y poco costoso recupero de créditos fideicomitidos.

ANEXO C

Evolución de Fideicomisos Financieros

Datos mensuales y anuales, de emisiones y montos.

	Año 2001		Año 2002		Año 2003		Año 2004	
	Emisiones	Montos	Emisiones	Montos	Emisiones	Montos	Emisiones	Montos
Meses								
Enero	1	14.000.000,00	0	0,00	0	0,00	1	3.164.544,26
Febrero	5	193.823.085,73	2	4.359.443,37	2	25.100.000,00	3	17.559.737,08
Marzo	1	11.428.523,49	0	0,00	2	10.724.832,21	6	43.673.402,16
Abril	2	425.331.762,00	0	0,00	1	1.800.000,00	3	15.902.208,16
Mayo	4	487.762.617,40	0	0,00	0	0,00	2	9.478.353,35
Junio	2	85.656.599,75	2	946.470,87	1	2.921.146,96	10	80.738.546,82
Julio	2	266.493.000,00	0	0,00	1	3.583.571,43	7	54.767.856,67
Agosto	5	939.706.682,50	0	0,00	3	29.909.563,68	5	40.533.868,04
Septiembre	3	545.096.000,00	0	0,00	2	9.416.698,85	8	45.022.704,08
Octubre	3	21.026.700,00	0	0,00	3	10.689.974,77	7	67.148.517,75
Noviembre	2	16.296.400,55	1	8.838.200,00	3	14.047.552,67	12	95.172.692,33
Diciembre	3	48.176.313,35	3	30.496.404,69	6	32.627.533,38	14	104.234.991,71
Total	33	3.054.797.684,77	8	44.640.518,93	24	140.820.873,95	78	577.397.422,41
Acumulado	33		41		65		143	

Fuente: elaboración propia con datos de CNV y BCBA.

Los montos están en dólares.

Evolución de Fideicomisos Financieros (cont)
Datos mensuales y anuales, de emisiones y montos.

	Año 2005		Año 2006		Año 2007		Año 2008(*)	
	Emisiones	Montos	Emisiones	Montos	Emisiones	Montos	Emisiones	Montos
Meses								
Enero	3	21.132.233,20	11	376.537.647,75	13	265.746.673,69	28	244.363.478,72
Febrero	9	57.528.152,79	14	161.329.307,80	9	116.048.051,78	12	210.723.481,46
Marzo	8	216.979.225,70	11	102.565.722,78	22	167.145.086,95	14	293.354.450,27
Abril	11	86.206.526,50	15	159.854.248,67	11	167.775.762,03	20	229.414.185,28
Mayo	6	55.029.949,25	16	149.836.017,22	20	159.483.710,34	15	205.877.817,00
Junio	10	125.856.446,40	11	89.358.260,39	21	217.869.532,84	13	249.510.763,90
Julio	11	118.791.613,98	17	171.761.849,08	12	183.362.223,52		
Agosto	11	132.291.421,47	14	170.844.163,18	16	193.685.205,22		
Septiembre	12	67.134.872,56	19	262.908.485,45	18	226.337.094,59		
Octubre	13	218.425.127,56	12	125.410.898,89	30	349.775.062,24		
Noviembre	17	418.705.205,00	18	195.483.269,34	32	274.872.017,85		
Diciembre	27	172.261.392,97	39	473.073.254,84	40	343.697.186,49		
Total	138	1.690.342.167,38	197	2.438.963.125,39	244	2.665.797.607,54	102	1.433.244.176,63
Acumulado	281		478		722		824	

Fuente: elaboración propia con datos de CNV y BCBA.

Los montos están en dólares.

(*) Datos para el primer semestre del año.

Evolución de Fideicomisos Financieros (cont)

Se presentan a continuación, Fideicomisos Financieros que tuvieron emisiones cada año y se detallan sus características mas salientes:

Año 2001:

Consubond Serie XII: el fiduciario es el Banco Saenz S.A., se trata de créditos personales para adquirir electrodomésticos de Frávega S.A. El monto es de U\$S 25.254.000.

Garbarino Serie IV: el fiduciario es el Banco Patagonia S.A., se trata de créditos personales para adquirir electrodomésticos de Garbarino S.A. El monto es de U\$S 35.543.152,73.

Bacs 1 Mortgage Trust: el fiduciante es el First Trust of New York SA, se trata de créditos inmobiliarios. El monto es de U\$S 115.853.933.

Copar Serie III: el fiduciario es Comafi Fiduciario Financiero S.A. Se trata de préstamos otorgados al sector público provincial y municipal, provincias de San Juan y Entre Ríos y la municipalidad de Lujan de Cuyo. El monto es de U\$S 15.026.700.

Hexagon Serie IV: es ING Bank NY Sucursal Argentina como fiduciario. Bono del Gobierno con vencimiento en 2008. Depósitos a plazo fijo a 45 días a realizarse con fondos percibidos por el fideicomiso en concepto de pago de intereses. Su monto es de U\$S 500.000.000.

Año 2002:

Hexagon VIII: es fiduciario First Trust New York SA Son créditos en dólares otorgados por el fiduciante (HSBC Bank Argentina SA) a distintos productores agrícolas. Su monto es de U\$S 8.838.200.

Fava III: el fiduciario es el Banco Patagonia S.A. Se trata de la cesión de créditos comerciales. El monto alcanza los U\$S 4.360.000.

Garbarino Serie IX: el fiduciario es el Banco Patagonia S.A. Son créditos personales para adquirir electrodomésticos y otros productos comercializados por el fiduciante, Garbarino S.A. Su monto es de U\$S 946.000.

Tarjeta Shopping IV: el fiduciario es el Banco Patagonia S.A. Son créditos originados por Tarjeta de créditos Shopping (Tarshop SA) correspondientes a cuentas determinadas. El monto es de U\$S 3.531.404.

Año 2003:

Consubond Serie XVIII: es fiduciario el Banco de Valores SA. Son créditos personales originados por el Banco Saenz SA, para la adquisición de electrodomésticos en Frávega SA. El monto total es de U\$S 3.724.800.

Ribeiro I: es fiduciario Equity Trust Company Argentina SA. Son créditos personales originados en venta de electrodomésticos del fiduciante (Ribeiro SACIFAI). Su monto es de U\$S 3.660.000.

Tarjeta Shopping VI: es fiduciario el Banco Patagonia SA, con créditos originados por Tarjeta Shopping (tarjeta de créditos emitida por Tarshop SA) correspondientes a cuentas determinadas. Su monto es de U\$S 4.390.000.

Exportadores I: es un fideicomiso financiero para préstamos en dólares destinados a prefinanciar exportaciones. Es fiduciario el banco First Trust Company Argentina NA. Su valor es de U\$S 15.000.000.

Año 2004:

Garbarino Serie XVI: el Banco de Valores SA como fiduciario, se trata de créditos personales para adquirir electrodomésticos y otros productos comercializados por el fiduciante (Garbarino SA y Compumundo SA) generados en pesos. Su monto es de U\$S 5.235.000.

Bonesi III: son créditos de consumo y personales originados por el fiduciante (Bonesi SA). El fiduciario es el Banco de Valores SA y el monto alcanza los U\$S 1.290.000.

Tarjeta Shopping XI: son créditos originados por el fiduciante derivados de la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por el mismo correspondientes a cuentas elegibles seleccionadas. Su monto supera los U\$S 5.473.000.

Star I y Star II Tarjeta Naranja: son créditos comerciales y otros, su fiduciario es el Deutsche Bank SA. Se trata de derechos creditorios derivado del préstamo otorgado y a ser desembolsado por el Banco de Servicios y Transacciones SA a Tarjeta Naranja SA. Su monto es de U\$S 27.353.000.

Cédulas Hipotecarias Argentinas Serie II: el fiduciario es Deutsche Bank SA, se trata de préstamos hipotecarios individuales originados por entidades financieras. Alcanza el monto de U\$S 16.812.000.

Año 2005:

Consubond Serie XXIX: es fiduciario el Banco de Valores SA, se trata de los créditos que se transfieren al fideicomiso, son préstamos personales en pesos asignados por el Banco Sáenz S.A. Su monto es de U\$S 12.125.000.

Tarjeta Shopping XII: el fiduciario Banco de Valores SA, fideicomiso financiero librado en pesos, sobre créditos originados por el fiduciante, derivados de la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por el mismo, correspondientes a cuentas elegibles seleccionadas. Su monto es de U\$S 9.006.721.

Finansur Prendas I: son créditos comerciales. El Banco Patagonia SA como fiduciario. Se trata de créditos con garantía prendaria sobre automotores originados por el fiduciante y la cobranza de los mismos desde cada fecha de cesión. U\$S 3.465.000

Tcc Vendor Leasing Clase I: es fiduciario el Deutsche Bank S.A. Se trata de ciertos derechos económicos derivados de los contratos de leasing (en pesos o en dólares estadounidenses o en pesos ajustables por CER) cedidos por cada fiduciante, por hasta el monto cedido, en su caso los derechos a recibir las sumas de dinero que se abonen en concepto de pago de los fiduciantes. Su valor es de U\$S 10.972.000.

Bebidas Argentinas: el fiduciario es Equity Trust Company Argentina SA, los fondos obtenidos de la colocación de los valores representativos de deuda, serán destinados por el fiduciario a adquirir un préstamo Senior y sin garantía (el contrato de préstamo) que será otorgado por Citibank S.A. Sucursal República Argentina (el prestamista) a Cervecería y Maltería Quilmes S.A.I.C.A. y G. (CMQ) por un monto de U\$S 150.000.000.

Banex Créditos VIII: es fiduciario Equity Trust Company Argentina SA, préstamos personales otorgados por Banco Banex S.A. a jubilados y pensionados de ANSES, así como a empleados de la administración pública de la Provincia de San Luis, y aquellos préstamos personales otorgados por el fiduciante, como así también los conceptos que se indican en el art. 2.5 del contrato suplementario de Fideicomiso. Su monto es de U\$S 13.622.657.

Activos Argentinos II: es fiduciario Equity Trust Company Argentina S.A., estará constituido por créditos comerciales en pesos originados por el fiduciante por un saldo de capital mas intereses devengados a las Fecha de corte, de U\$S 12.280.934.

Año 2006:

Megabono XII: es fiduciario Banco de Valores SA, créditos de consumo y personales en pesos originados por los fiduciantes. Su monto es de U\$S 12.956.797.

Credipaz: es fiduciario el Banco Supervielle SA, créditos por tarjetas de créditos y préstamos personales originados por el Fiduciante. Su monto es de U\$S 3.782.894.

Millennium Trust II: es fiduciario Deutsche Bank S.A., inicialmente será el producido de la colocación de los Valores Representativos de Deuda. Dicho monto será aplicado al pago del precio de la cesión de Contratos de Préstamos Garantizados GLO-BAL 08, resultantes de la conversión voluntaria de la Deuda Pública del Sector Público Nacional ofrecida por el Ministerio de Economía conforme con el Decreto N° 1387/01 y sus modificaciones. Su monto es de U\$S 317.212.432,99.

Fideicomiso de Gas I: es el Banco de Galicia y Buenos Aires SA fiduciario, integrarán el Patrimonio Fideicomitado los siguientes conceptos: Los Valores Representativos de Deuda Fiduciaria Clase "A", co-emitidos solidariamente y en forma privada por el Fideicomiso Financiero Privado TGN y el Fideicomiso Financiero Privado TGS (los "FF Privados"), en canje de los valores representativos de deuda fiduciaria originalmente emitidos por cada uno de tales FF Privados, el Fondo de Gastos, el Fondo de Reserva, el producido por inversiones y cesiones. Su monto es de U\$S 191.683.599,15.

Tcc Vendor Leasing: es fiduciario el Deutsche Bank SA, los activos fideicomitados comprenderán ciertos derechos económicos derivados de los contratos de leasing cedidos por el fiduciante al Fideicomiso Financiero que consistan en: el derecho a percibir el flujo de fondos resultante de la cobranza del canon determinado en cada uno de los contratos de leasing, el derecho a percibir el precio de la opción de compra o de la opción anticipada. Su monto es de U\$S 11.937.165.

Galicia Prendas Comerciales I: es fiduciario el Deutsche Bank SA, se trata de préstamos instrumentados mediante contratos de prenda con registro (con derecho real de prenda en primer grado), originados por el Fiduciante, por un saldo de capital a la fecha de corte (3/7/06) de \$ 86.622.712,38., los seguros de vida de determinados deudores de los

préstamos, respecto de los cuales el fiduciante es beneficiario, y que se endosarán a favor del fiduciario. Su monto es de U\$S 1.970.624,63.

Italcred II: el fiduciario es Nación Fideicomisos SA, serán los flujos de fondos originados por el cobro de los saldos que surjan de créditos otorgados y a otorgarse por el fiduciante, a favor de los usuarios de las tarjetas de crédito emitidas por él y cuyos pagos sean o puedan ser realizados en las bocas de pago cedidas, por hasta la suma de \$ 18.855.240. su monto es de U\$S 5.526.742.31.

Año 2007:

Garbarino XXXIX: Banco de Valores SA como fiduciario, la misma empresa es la emisora, el activo subyacente son créditos de consumo préstamos personales en pesos instrumentados en pagarés, con una tasa de cupón de 15% y una tasa de corte del 17.87%. La duration fue de 4.19 meses y el monto total fue de U\$S 28.953.328.

Galicia Personales VI: Deutsche Bank SA es fiduciario, el banco Galicia es el mismo emisor, el activo subyacente son prestamos personales en pesos, la tasa de corte es de 6.17%. La duration es de 9.92 meses y el monto total fue de U\$S 32.258.064.

Tarjeta Shopping XXXIV: fiduciario Banco de Valores SA, la emisora fue Tarshop, el activo subyacente son cupones por tarjetas de crédito, tasa de corte del 19%. La duration es de 4.36 meses y el monto total fue de U\$S 23.231.264.

Cedulas Hipotecarias Argentinas: Deutsche Bank SA es fiduciario, según surge del Contrato de Fideicomiso estará integrado, entre otros, por préstamos hipotecarios individuales instrumentados como Letras Hipotecarias escriturales originados y administrados de acuerdo a las normas establecidas por el Banco Hipotecario S.A. Su monto es de U\$S 19.684.787.

Secupyme XXIV: Banco de Valores SA como fiduciario, está integrado por Letras de Cambio a la vista libradas por cada PyME Seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME Seleccionada que la emite y aceptadas y/o garantizadas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los Boletos de Compraventa de Cereales, Oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs Seleccionadas. Su monto es de U\$S 3.005.500.

Agroaval IV: el Banco de Valores SA como fiduciario, financiamientos originados por los Fiduciantes en la venta de productos para el agro a productores y/o préstamos de dinero. Dichos financiamientos se encuentran instrumentados en contratos de mutuo y/o contratos de línea de crédito. Todos los créditos cuentan con el aval de Agroaval S.G.R. Su monto es de U\$S 10.094.899.

Año 2008:

Consubond LVI: Banco de Valores como fiduciante, se trata de créditos personales en pesos originados por el fiduciante. Su monto es de U\$S 20.333.504.

Garbarino XLI: el Banco de Valores como fiduciante, se trata de créditos en pesos originados por el propio Garbarino. Su monto es de U\$S 31.808.763.

CMR Falabella X: el Banco Patagonia SA es el fiduciario, son créditos originados por el Fiduciante, derivados de la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por el mismo, correspondientes a Cuentas Elegibles Seleccionadas. Su monto asciende a U\$S 19.032.526.

Agrofinance II: fiduciario Banco de Valores SA, se trata de créditos emergentes de facturas, facturas de crédito y liquidaciones por cuenta y orden de los Fiduciantes (las "Facturas"), emitidas por los Fiduciantes a los Deudores Cedidos, originadas en la venta de agroquímicos y otros insumos para el agro, garantizadas por pagarés emitidos por los Deudores Cedidos en garantía del repago de dichas Facturas que son avalados por Garantía de Valores S.G.R . Su monto es de U\$S 7.961.581.

Best Leasing: fiduciario Standard Bank Argentina SA, los activos fideicomitidos comprenderán ciertos derechos económicos derivados de contratos de leasing que se encuentran determinados en dólares y en pesos, que consistirán entre otros en el derecho a percibir el flujo de fondos resultante de la cobranza del canon determinado en cada uno de los contratos de leasing. Su monto es de U\$S 1.337.905.

Municipalidad de Río Cuarto: fiduciario Nación Fideicomisos SA, estará integrado por los recursos que se originen a partir de la emisión de los Valores Representativos de Deuda (VRD) en el Fondo de Obras Públicas (el "FOP") que se conformará con los siguientes recursos: la totalidad de lo recaudado en concepto de Impuesto para el Financiamiento de la Obra Pública y del Desarrollo. El monto es de U\$S 11.173.184.

ANEXO D

1. El rol de las PyMEs

El rol de las PyMEs en la dinámica económica y social se caracteriza por:

- Fuerte contribución a la generación de riqueza.
- Importante fuente de captación de mano de obra (empleo)
- Herramienta fundamental de movilidad social y mejor distribución del ingreso.
- Aseguran el equilibrio entre las regiones del país y constituyen el núcleo fundamental para el desarrollo de las economías regionales.
- Factor clave de estabilidad económica.
- Contribuyen a mantener la competencia en el mercado.
- Fuente esencial de nuevas ideas y experimentación.

2. Las Ventajas de Cotizar en Bolsa

Estas son las ventajas de cotizar en la Bolsa de Comercio:

- El prestigio y la imagen de marca
- Cotizar en Bolsa se identifica en el mercado como una garantía de solvencia, transparencia y prestigio.
- La propia admisión a Bolsa supone un reconocimiento a la solvencia de la empresa, ya que ésta debe demostrar su capacidad de generación de beneficios en los últimos períodos.
- Este prestigio es reconocido no sólo por los inversores, sino por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía, aquí y en el extranjero.
- Un medio eficaz de incrementar su notoriedad frente a clientes e interlocutores financieros y en un segundo plano, un medio de obtener financiación.
- Esta presencia en medios de comunicación, que se enmarca en las relaciones externas de la compañía, complementa con gran eficacia los esfuerzos del marketing y publicidad convencionales.

3. Evolución de Fideicomisos Financieros para PyMEs
Datos mensuales y anuales

Meses	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Año 2008(*)
Enero	0	0	0	0	0	4.084.900	3.042.050	17.342.081
Febrero	0	0	0	2.671.000	11.201.631	13.312.928	7.508.643	11.990.805
Marzo	0	0	0	0	0	1.633.043	26.153.122	17.863.238
Abril	0	0	1.800.000	1.307.206	1.650.000	0	1.486.692	7.112.609
Mayo	0	0	0	0	0	2.749.435	7.814.367	10.099.121
Junio	0	0	0	3.000.000	4.800.459	6.712.134	15.513.899	3.911.980
Julio	0	0	0	1.435.200	3.000.000	8.719.955	8.523.060	
Agosto	0	0	0	1.345.721	1.606.318	7.210.333	1.420.267	
Septiembre	0	0	0	1.223.670	10.369.283	16.446.912	12.703.000	
Octubre	0	0	3.885.000	6.085.000	15.902.000	0	23.326.494	
Noviembre	0	0	2.012.500	6.012.948	7.542.975	20.740.105	24.074.013	
Diciembre	6.313.776	1.350.000	1.615.311	971.090	14.286.820	20.913.866	34.737.038	
Total	6.313.776	1.350.000	9.312.811	24.051.835	70.359.486	102.523.611	166.302.645	68.319.834

Fuente: elaboración propia con datos de CNV y BCBA.

Los montos están en dólares.

(*) Datos para el primer semestre del año.

Evolución de Fideicomisos Financieros para PyMEs (cont)

Se presentan a continuación, Fideicomisos Financieros que tuvieron emisiones cada año y se detallan sus características mas salientes:

Año 2001:

Bonesi I: el fiduciario es el **Banco Patagonia SA**, se trata de créditos originados por el fiduciante, derivados de la venta de electrodomésticos. Su monto es de U\$S 4.419.643.43.

Año 2002:

Secupyme I: se trata de financiación de exportaciones para PyMEs, en la que el **Banco de Valores SA** figura como fiduciario. La financiación fue de Letras de cambio libradas por PyMEs agropecuarias, boletos de compraventa de arroz a un exportador y el derecho de cobro sobre las exportaciones del exportador. El contrato fue en dólares y el tipo de cambio es de \$ 3.51 por cada dólar. Su monto es de U\$S 1.350.000.

Año 2003:

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario al **Banco de Valores S.A.**

Secupyme II: Se trata de Letras de cambio libradas por las PyMEs agropecuarias, Derechos de cobro sobre los boletos de compraventa de porotos, Futuras cobranzas de exportación que cede el Exportador, y pagarés. El monto es de U\$S 1.800.000.

Secupyme III: El contrato de fideicomiso fue en dólares, y se trató de letras de cambio libradas por las PyMEs agropecuarias, Derechos de cobro sobre boletos de compraventa de cereales, Futuras cobranzas de la exportación, que cede el Exportador, por U\$S 3.885.000. Tipo de cambio \$ 2.905 por dólar. Constituido para financiar la actividad productiva de 43 pequeñas y medianas empresas agropecuarias diseminadas en seis provincias. Duration 270 días, y un tercio de sus inversores fueron individuos. Estos fondos les permitieron sembrar miles de hectáreas y garantizar la cosecha gruesa de soja, maíz y girasol, a la vez que exportar granos a tres continentes.

Secupyme IV: Se trata de Letras de cambio libradas por las PyMEs seleccionadas, cobranzas de los boletos de compraventa de cereales y oleaginosas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador y pagarés. El monto es de U\$S 2.012.500. Cotización del dólar \$ 2.86 por dólar. Este fideicomiso acercó crédito a 38 productores PyMEs de arroz.

Bonesi II: Son créditos de consumo y personales originados por el fiduciante (Bonesi S.A.). El monto es de U\$S 1.615.311.

Año 2004:

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario al **Banco de Valores S.A.**

Secupyme V: Se trata de Letras de cambio emitidas por productores (PyMEs seleccionadas), cobranzas emergentes de boletas de compraventa de cereales, oleaginosos y otros productos agrícolas, cedidas por las PyMEs, futuras cobranzas de exportación cedidas

por el exportador y pagarés librados por el exportador. El monto es de U\$S 2.671.000. Fue en dólares, con dólar de \$ 2.927 por unidad.

ProARG I: Son pagarés a la vista emitidos por Biolive, La Aurora del Sur y Solfrut por un total de U\$S 3.000.000.

Secupyme VI: Son Letras de cambio emitidas por productores (PyMEs seleccionadas), cobranzas emergentes de boletas de compraventa de cereales, oleaginosos y otros productos agrícolas, cedidas por las PyMEs, futuras cobranzas de exportación cedidas por el exportador y pagarés librados por el exportador. El monto es de U\$S 1.435.200. Fue en dólares, tipo de cambio \$ 2.948.

Bonesi IV: Son créditos de consumo y personales originados por el fiduciante (Bonesi S.A.). Monto en U\$S 1.345.721.

Meroli I: Son créditos de consumo y personales originados por el fiduciante. Su monto es de U\$S 1.223.670.

Secupyme VII: Es un contrato en dólares. Se trata de Letras de cambio a la vista librada por cada PyME seleccionada a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptada por Garantizar S.G.R. o por Garantizar PMSA. Las letras de cambio aceptadas por Garantizar PMSA serán suscriptas también por Garantizar SGR en carácter de librador de las mismas. El monto U\$S 6.085.000. El tipo de cambio es de \$ 2.972 por dólar.

Bonesi V: Son créditos de consumo y personales originados por el fiduciante (Bonesi S.A.). Su monto es de U\$S 2.500.948.

Secupyme VIII: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y avaladas por Garantizar S.G.R. El monto es de U\$S 3.512.000. Duration 300 días. Tasa de interés del 6 % anual.

Secupyme IX: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y avaladas por Garantizar S.G.R. El monto es de U\$S 971.090.

Año 2005:

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario al **Banco de Valores S.A.**

Secupyme X: esta nueva emisión se dio en el primer trimestre de 2005. Son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y avaladas por Garantizar S.G.R., por un monto total de U\$S 5.194.000.

Meroli II: son créditos de consumo en pesos originados por el Fiduciante. Su monto es de U\$S 1.670.807.

Bonesi VI: Son créditos de consumo originados por el fiduciante. Se transferirán al fideicomiso por el saldo de capital mas intereses devengados de los mismos a la fecha de corte. Su monto total es de U\$S 3.039.000.

Secupyme XI: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y avaladas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de Boletos de compraventa de vino, mosto o uva cedida por PyMEs seleccionadas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador, pagarés a emitir, en su caso, por Resero S.A. Por un monto de U\$S 1.650.000.

Secupyme XII: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en pesos a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R., cesión en garantía de la propiedad fiduciaria de los kilogramos necesarios de azúcar para alcanzar a cubrir de los importes emergentes de las Letras de Cambio, que cada PyME seleccionada deberá recibir de un determinado ingenio. Por U\$S 961.865,14.

Secupyme XIII: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R. Por un valor de U\$S 3.000.000.

Secupyme XIV: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME, cobranzas emergentes de los Boletos de Compraventa de soja y/o maíz y/o girasol cedidas por las PyMEs seleccionadas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador, pagarés a emitir, en su caso, por Sucesión de Antonio Moreno S.A. Monto por U\$S 6.233.000.

Agrofederal I: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME, cobranzas emergentes de los Boletos de compraventa de soja y/o maíz y/o girasol cedidas por las PyMEs seleccionadas, pagarés a emitir, en su caso, por Dreyfus S.A. Por U\$S 5.897.500.

Aval Rural I: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite aceptadas y avaladas por Aval Rural S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de soja y/o maíz y/o girasol cedidas por las PyMEs seleccionadas, pagares e emitir por Nidera S.A. Por un total de U\$S 4.971.000.

NBB Agroprendas I: son derechos creditorios derivados de los contratos de prenda sobre maquinarias e implementos agrícolas originados por el Fiduciante sus garantías y los pagares librados por los deudores respecto de cada crédito, los derechos sobre los seguros de vida contratados por el Fiduciante con relación a los deudores de los créditos y los bienes que los sustituyan. Su monto es de U\$S 14.184.337

Secupyme XV: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME, cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de soja y/o girasol cedidas por las PyMEs seleccionadas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador, pagarés a emitir por Vicentín S. A. Por U\$S 5.033.500, tipo de cambio \$3 por dólar.

Secupyme XVI: Son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R. Por U\$S 4.196.000.

Secupyme XVII: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de

compraventa de cereales, oleaginosas y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador, pagarés a emitir por Molinos Libres S.A. y S.A.M.S.A., por U\$S 3.000.000.

Agroaval I: son créditos en dólares originados por el Fiduciante por la venta de productos para el agro a productores y/o préstamos de dinero instrumentados en contratos de mutuo y/o contratos de línea de crédito. Todos cuentan con el aval de Agroaval S.G.R. Monto por U\$S 6.597.971.

Fideicomiso Financiero cuyo fiduciario es el **Banco Galicia y Buenos Aires SA:**

Agrícola Grobo I: La tarea es llevar adelante una inversión de riesgo consistente en la actividad de siembra en campos de terceros, la producción y comercialización de los productos agrícolas obtenidos, en los términos y condiciones que se detallan en el PIC. Actividades durante la campaña agrícola 2005/2006 en campos localizados en la zona sudeste de la Provincia de Buenos Aires. Su monto es de U\$S 1.400.000.

Año 2006:

El siguiente Fideicomiso Financiero para PyMEs, tuvo como fiduciario a **HSBC Bank Argentina.**

Don Mario SPS: son créditos originados por los Fiduciantes derivados de la comercialización de semillas a distribuidores y productores, instrumentados mediante cheques de pago diferido y/o facturas emitidas en el marco de las "Condiciones Generales para la Compra de Insumos". Los mismos se encuentran afianzados por Don Mario SGR en beneficio del Fideicomiso Financiero descrito en la presente. Por U\$S 1.110.390.

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario a **Bapro Mandatos y Negocios S.A.**

Multipyme I: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de girasol confitero y/o cebolla y/o maíz y/o frutas y/o miel y/o uva de mesa y/o pasa de uva y/o arroz y/o azúcar orgánica y/o limón y/o soja y/o girasol y/o pallets cedidas, cobranzas de exportación y pagarés a emitir por los exportadores. Monto de U\$S 4.084.900, con un dólar de \$ 3.09.

Multipyme II: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de miel, pera, uva, trigo, girasol y soja cedidas por las PyMEs Seleccionadas. Por U\$S 4.280.000.

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario al **Banco de Valores S.A.**

Secupyme XVIII: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y avaladas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosas y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs

seleccionadas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador, pagarés a emitir por Hierros S.A. y Cremer y Asociados S.A. Por U\$S 3.533.000.

Aval Rural II: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite, aceptadas y avaladas por Aval Rural S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de trigo cedidas por las PyMEs seleccionadas (crédito cedido), pagarés a emitir por Nidera S.A. Por U\$S 3.430.000.

Secupyme XIX: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y avaladas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador, pagarés a emitir, en su caso, por S.A.M.S.A. Por U\$S 3.136.000.

Agrofederal II: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantía de Valores S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de soja y/o trigo cedidas por las PyMEs seleccionadas, pagarés a emitir, en su caso, por Dreyfus S.A. conforme se detalla en el Suplemento de Prospecto. Por U\$S 7.210.333.

Secupyme XX: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y/o garantizadas por Garantizar S.G.R. y/o por Garantizar PMSA y/o por Garantizar SOCO RIL, cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las Pymes Seleccionadas, cobranzas de exportación cedidas por el exportador (Vicentín S.A.). Por U\$S 5.872.000. Duration 330 días, tasa del 6 % anual.

Aval Rural III: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite, aceptadas y avaladas por Aval Rural S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de maíz y/o soja y/o girasol cedidos por las PyMEs Seleccionadas. Por U\$S 8.437.500.

Secupyme XXI: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y/o garantizadas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas, y cobranzas de exportación cedidas por el Exportador. Por U\$S 5.316.600.

Secupyme XXII: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y/o garantizadas por Garantizar S.G.R., o por Garantizar PMSA o por Garantizar YAGUAR, cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas, y cobranzas de exportación cedidas por el Exportador. Por U\$S 3.949.000.

Agrofederal III: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a su orden, y garantizadas por Garantía de Valores

S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de soja y/o maíz cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.112.600.

Secupyme XXIII: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y/o garantizadas por Garantizar S.G.R., y/o por Garantizar SOCO RIL y/o por Garantizar YAGUAR, cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas, y cobranzas de exportación cedidas por el Exportador. Por U\$S 4.367.000.

Año 2007:

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario a **Bapro Mandatos y Negocios S.A.**

Multipyme III: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R., y créditos emergentes de los boletos de compraventa de soja, maíz, girasol, azúcar, arroz, uva de mesa, pasa de uva, frutilla y/o ajo, cedidos por las PyMEs seleccionadas. 53 PyMEs asociadas, la tasa es de 6.9 % mensual. Por U\$S 1.224.332.

Multipyme IV: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantizar S.G.R., y créditos emergentes de los boletos de compraventa de soja, maíz, girasol, azúcar, arroz, uva de mesa, pasa de uva, frutilla y/o ajo, cedidos por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.016.000.

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario al **Banco de Valores S.A.**

Agrofederal IV: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a su orden, y garantizadas por Garantía de Valores S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de poroto colorado, poroto negro, alubia, soja, maíz, trigo y/o girasol, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.042.050.

Secupyme XXIV: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y/o garantizadas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.005.500.

Secupyme XXV: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.225.000.

Aval Rural IV: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite, aceptadas y avaladas por Aval Rural S.G.R., créditos emergentes de los boletos de compraventa de trigo

y/o maíz y/o soja y/o girasol cedidos por las PyMEs seleccionadas. 70 PyMEs asociadas y la tasa de rendimiento es del 8% anual. El monto fue por U\$S 11.642.500.

Agrofederal V: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a su orden, y garantizadas por Garantía de Valores S.G.R. y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de soja, maíz, girasol y/o trigo, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.000.000.

Secupyme XXVI: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 4.520.000. Está integrado por 27 productores que comercializan soja, girasol, maíz y trigo. Tasa de rendimiento es del 7 %.

Agrofederal VI: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a su orden, y garantizadas por Garantía de Valores S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de soja, maíz, y/o girasol, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 1.982.000.

Secupyme XXVII: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.682.000. Tasa de rendimiento del 7 % anual y está integrada por 31 productores que comercializan girasol y soja.

Secupyme XXVIII: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 2.985.000. Integrada por 17 empresas PyMEs que comercializan soja, maíz y girasol. La tasa de rendimiento es del 7 % anual.

Secupyme XXIX: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 1.610.000. Tasa de rendimiento del 8 % anual y está constituida por 7 productores PyMEs que comercializan soja, maíz y girasol.

Secupyme XXX: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 2.958.000. Tasa de rendimiento es del 7.5 %, está integrada por 31 productores PyMEs que comercializan maíz, soja y girasol.

Aval Rural VII: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite, aceptadas y avaladas por Aval Rural, y créditos emergentes de los boletos de

compraventa de maíz y/o soja y/o girasol cedidos por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 4.436.500.

Secupyme Industria I: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionadas en pesos a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y créditos emergentes de las órdenes de compra que vinculan a las PyMEs seleccionadas y a Helpport S.A. Por U\$S 10.649.681. Devengará una tasa de interés BADLAR mas un margen que esta entre 17 y 27%. Duration 420 días.

Secupyme XXXI: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 3.956.000. La tasa de rendimiento es de 7.5 %, está conformado por 22 empresas PyMEs que comercializan maíz, soja y girasol. La duration es de 360 días.

Agrofinance I: son créditos emergentes de facturas, facturas de crédito y liquidaciones por cuenta y orden emitidas por los fiduciantes a los Deudores Cedidos, originadas en la venta de agroquímicos y otros insumos para el agro, garantizadas por pagarés emitidos por los Deudores Cedidos en garantía del repago de dichas Facturas que son avalados por Garantía de Valores S.G.R. 29 PyMEs asociadas, con tasa de rendimiento del 7.25 % anual. La duration es de 150 días y el monto de U\$S 4.135.288.

Año 2008:

Los siguientes Fideicomisos Financieros para PyMEs, tuvieron como fiduciario al **Banco de Valores S.A.**

Secupyme XXXII: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 5.349.000. La tasa es de 7.5 %, está constituido por 27 empresas PyMEs, y comercializan arroz, porotos, soja, maíz y girasol.

Granar I: son Letras de cambio a la vista libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite y garantizadas por Garantía de Valores S.G.R., y cobranzas emergentes de los boletos de compraventa de soja cedidas por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 1.870.000.

Finalmente, se detalla un Fideicomiso Financiero para PyMEs, que tuvo como fiduciario a **Bapro Mandatos y Negocios S.A.** Además se detalla en este caso, el objetivo propio del fideicomiso.

Multipyme IV: son Letras de cambio a la vista, libradas por cada PyME seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma PyME seleccionada que la emite, y garantizadas por Garantizar S.G.R., y créditos emergentes de los boletos de compraventa de maní, soja, girasol, maíz, arroz, uva de mesa, frutilla, azúcar y/o ajo, cedidos por las PyMEs seleccionadas. Por U\$S 4.031.500.